HENRIK ÅKERLUND

# GULDPARISTANDARDEN

## INTERNATIONELLT PENNINGSYSTEM
## OCH
## EKONOMISKT PROGRAM

Uppsala 1959

# GULDPARISTANDARDEN

## INTERNATIONELLT PENNINGSYSTEM OCH EKONOMISKT PROGRAM

AV

HENRIK ÅKERLUND

FIL. LIC.

AV

VÄSTMANLANDS-DALA NATION

AKADEMISK AVHANDLING

SOM MED VEDERBÖRLIGT TILLSTÅND AV
VITTERHETS-, HISTORIE- OCH ANTIKVITETS-AKADEMIENS
I UPPSALA HISTORISK-FILOSOFISKA SEKTION
FÖR VINNANDE AV FILOSOFIE DOKTORSGRAD
TILL OFFENTLIG GRANSKNING
FRAMSTÄLLES Å LÄROSAL V,
TORSDAGEN DEN 21 MAJ 1959, KL. 10

HENRIK ÅKERLUND

# GULDPARISTANDARDEN

# GULDPARISTANDARDEN

INTERNATIONELLT PENNINGSYSTEM
OCH EKONOMISKT PROGRAM

AV

HENRIK ÅKERLUND

STOCKHOLM 1959

GRAFISKA KONSTANSTALTEN TRYCKERI AB

# *Förord*

Penningpolitikens utformning har under hela efterkrigstiden utgjort ett återkommande tvisteämne i den ekonomiska debatten i vårt land. Efter hand har meningsmotsättningarna dock mildrats. Av särskilda skäl har penningväsendets inhemska organisation och den svenska valutans förbindelse med andra valutor varit föremål för diskussion. En offentlig utredning föreslog nämligen så sent som i slutet av år 1955, att den svenska kronan genom guldinlösningsskyldighetens upphävande i grundlagen skulle lösgöras från guldet, varigenom kronan skulle få "karaktären av ett såsom lagligt betalningsmedel fungerande pappersmynt".

Starka skäl fanns emellertid redan då att betvivla lämpligheten och genomförbarheten av den föreslagna nyordningen. Dessa skäl har stärkts av senare inträffade händelser på valutaområdet, innebärande vidgad konvertibilitet för den svenska kronan. Alltjämt råder emellertid på detta väsentliga område av penningpolitiken oklarhet i debatten. Tillräckliga motiv har därför förelegat för att göra en undersökning av det nuvarande internationella penningsystemets organisation och verkningssätt i den fria världen. Därtill har det synts angeläget att klarlägga de krav på samordning mellan valutapolitik och inhemsk penningpolitik, som reses på ett i systemet deltagande enskilt land.

Olika meningar kan naturligtvis hysas om systemets verkliga utsesende och om den rätta tolkningen av företeelserna på detta område. Det synes mig, att intet bättre sätt står en enskild person till buds i vårt land, när det gäller att få en fråga allsidigt belyst och sakligt genomdiskuterad, än att föra fram den i en avhandling och underställa denna offentlig granskning vid disputation. Jag har därför valt detta sätt att få en noggrann prövning av mina resultat av studiet av nu gällande penningsystem.

Vid detta tillfälle riktar jag mitt tack till Professor Tord Palander för allt stöd vid genomförandet av den valda arbetsuppgiften, för im-

pulser, råd och synpunkter och för en, sedan min tidigare studietid i slutet av 1930-talet fortgående, aldrig helt avbruten, kontakt i ekonomiska frågor.

Ett tack riktas även till Professor Erik Lindahl, Preceptor Ragnar Bentzel och Fil. lic. Gunnar Lindgren samt deltagarna i det högre nationalekonomiska seminariet i Uppsala för visat intresse.

Till Högerns Riksorganisation, dess förutvarande ordförande, f. Landshövding Fritiof Domö, och nuvarande ordförande, Riksdagsman Jarl Hjalmarson, samt Partisekreterare Gunnar Svärd framföres mitt tack för beredvillighet att ställa tid till förfogande och för ekonomiskt stöd.

Stiftelsen Näringslivets fond har med stipendier bl.a. möjliggjort en lärorik studievistelse vid universitetet i Basel, läsåret 1949—50. För detta framför jag mitt tack.

Hjälp med utskrifter och korrekturgranskning har lämnats av Fru Margit Centerdal och Fil. lic. Gunnar Lindgren, vilka jag härmed tackar.

Uppsala i april 1959

*Henrik Åkerlund*

# *Innehållsförteckning*


Förord . . . . . 5

Kap. I *Från 30-tal till 50-tal* . . . . . 11

1. Nationalekonomien under 30-talet . . . . . 11
2. 50-talets reaktion . . . . . 13
3. Inflationen och den fulla sysselsättningen . . . . . 16
4. Guldet i penningväsendet . . . . . 17
5. Perspektiv på det internationella penningsystemet . . 19

Kap. II *Det fullt sysselsatta samhället* . . . . . 22

1. Den keynesianska sysselsättningsteorien . . . . . 23
2. Efterkrigstidens erfarenheter . . . . . 26
3. Självständiga inkomstskapare . . . . . 27
4. Inkomstmaximeringen . . . . . 30
5. Inkomstmaximeringen i utrikeshandeln . . . . . 32

Kap. III *Guldpriset som betingelse för inkomstutvecklingen* 35

1. Valet av betingelse . . . . . 35
2. Prisnivån som betingelse . . . . . 36
3. Frihetskravet . . . . . 39
4. Guldpriset som betingelse . . . . . 41

Kap. IV *Likviditeten och pengarna* . . . . . 43

1. Den interna likviditeten . . . . . 44
2. Den externa likviditeten . . . . . 47

Kap. V *Guldpriset och den internationella likviditeten* . . 51

1. En fast punkt . . . . . 51
2. En metall för slutgiltig betalning av internationella saldi 54
3. Valutaenhetens guldvikt och växelkurserna . . . . 56
4. Tremaktsöverenskommelsen år 1936 . . . . . 57
5. Höjning av guldpriset . . . . . 60
6. Keynes- och Whiteplanerna . . . . . 62
7. Guldets dollarpris . . . . . 64
8. Monetära verkningar av höjt guldpris . . . . . 68
9. Den internationella likviditeten och guldprisets höjd . 70

Kap. VI *Parivärdesystemet* . . . . . 75

1. Nyckelvalutorna och 1950-talets institutionella förhållanden . . . . . 75
2. Internationella valutafonden . . . . . 79
3. Vad slags växelkursförändringar? . . . . . 84
4. Parivärden eller fluktuerande växelkurser? . . . . . 89

Kap. VII *Devalveringsproblemet* . . . . . 93

1. Fundamental jämviktsrubbning . . . . . 93
2. Terms of trade . . . . . 97
3. Devalveringen och inkomstutvecklingen . . . . . 102

Kap. VIII *Det inhemska penningsystemet* . . . . . 108

1. Sedeltäckningen . . . . . 109
2. Den 10-procentiga kassaregeln . . . . . 114
3. The Federal Reserve System . . . . . 116
4. Kreditvolymen och dess reglering . . . . . 125

Kap. IX *Marknadsoperationer och statsskuldförvaltning* . 130

1. Centralbankstekniska och finanspolitiska operationer . 130
2. "Monetisering" av statsskulden . . . . . 137
3. Det penningpolitiska dilemmat . . . . . 138
4. Marsöverenskommelsen i Förenta staterna år 1951 . . 141
5. Återupprättande av marknaden . . . . . 142
6. Låneprivilegiet och diskontot . . . . . 144
7. Schweizisk guldpolitik . . . . . 146
8. Marknadspolitik i andra länder . . . . . 147
9. Slutsatser . . . . . 151

Kap. X *Skattkammarväxlar och penningmarknader* . . . 153

1. Behov av penningmarknader . . . . . 153
2. Skattkammarväxlar — ett statligt låneinstrument . . 155
3. Marknadsinstrument med rediskonteringsrätt . . . . 156
4. Konventioner . . . . . 157
5. Sekundär reserv . . . . . 159
6. Centralbankens skattkammarväxelinnehav . . . . . 161
7. Sammanfattning och slutsatser . . . . . 164

Kap. XI *Centralbankspolitik under guldparistandard* . . . 167

1. Centralbankens tillgångar . . . . . 167
2. Enhetligt diskonto . . . . . 171

3. Diskontot och de långfristiga obligationsräntorna . . 176
4. Hälftendelning av centralbankens tillgångar . . . . 180
5. Guldet — reserv eller internationellt kassamedel? . . 185
6. Gulddisagio? . . . . . 189
7. Sammanfattning . . . . . 195

Kap. XII *Sysselsättningsfrågan och världsinkomsten* . . . 197
1. Pris- och lönenivåns roll . . . . . 197
2. Guld- och valutaanskaffningen . . . . . 199
3. Guldet, valutorna och världsinkomsten . . . . . 201

*Summary* . . . . . 208

*Exkurs rörande kvotregler* . . . . . 218

*Citerad litteratur* . . . . . 220

# *Från 30-tal till 50-tal*

**Nationalekonomien under 30-talet**

Av samhällsvetenskaperna kom särskilt nationalekonomien under 30-talet att ställas inför uppgifter av praktisk natur. Detta sammanhängde naturligtvis med den stora depressionen i årtiondets början. Arbetslöshetens bekämpande och sysselsättningens återställande krävde samhällsinsatser av en art och omfattning, som tidigare inte förekommit. Med guldmyntfotens upphävande hade de internationella bindningarna av ekonomien avsevärt tänjts ut, om de också inte helt avslitits. Förtroendet till det "gamla" ekonomiska systemets förmåga till självläkning eller till att finna snabbt verkande botemedel var djupt skakat. Läget hade utvecklats så, att radikala lösningar påfordrades. En mentalitet av "rädde sig den som kan" var förhärskande. Man skydde inte försök att övervältra svårigheterna på andra. De nationella hushållen slöt sig inom sitt skal och drev en fördomsfri "beggar-my-neighbour policy".[1])

Mot den nationalekonomiska vetenskapen riktades blickarna i förväntan om nya riktlinjer att följa, nya trossatser att lita till som ersättning för de övergivna. Det begärdes förslag till praktiskt handlande, men förslagen måste vara förnuftiga med hänsyn till de uppställda målen, krisens övervinnande, sysselsättningens återställande etc. Förnuftet blev ledstjärna för vetenskapen. Förnuftet hade makt, gav åt vetenskapen makt, och allt var "förnuftigt", som kändes som lättnad i krisens tryck.

En av de första stora uppgifterna för nationalekonomien blev att söka finna ersättning för den raserade guldmyntfoten. Den omedelbara reaktionen vid dess övergivande var rädslan för inflation, manifesterad i kraftiga räntehöjningar. Farhågor för ett sammanbrott även i penningvärdet och det inhemska penningväsendets organisation saknade ju inte motivering. Ty på det internationella planet var det obestridligen fråga om ett sammanbrott.

---

[1]) Uttrycket är präglat av Mrs Joan Robinson. Se *Essays in the Theory of Employment*, London 1937, s. 210 ff.

Guldmyntfotens svaga ställning under 1920-talet hade emellertid redan då gett upphov till olika spekulationer och förslag till nyordning av penningväsendet, t.ex. IRVING FISHERS bekanta "compensated dollar", olika varustandarder etc.[2]) Helt oförberedd var vetenskapen således inte, när frågan fick allvarlig aktualitet i början av 30-talet. Stabilisering av penningvärdet var en förnuftig målsättning. Det gällde bara att stabilisera mot något annat än det övergivna guldet, och vad kunde vara förnuftigare än ett antal för livsuppehället viktiga varor? En tillförlitlig metod att mäta förändringar av penningvärdet i förhållande till utgångsläget vid guldmyntfotens övergivande behövdes, och indexkonstruerandet tog fart. Index fördes fram i rampljuset, och dess förändringar studerades och kommenterades uppmärksamt och oroligt. Det var ju ett mått på hur den faktiska pappersmyntfoten fungerade under det moratorium, som införts för guldet i avvaktan på ställningstagande till dettas slutliga öde.

Depressionens hävande och arbetslöshetens bekämpande förblev under hela 30-talet brännande problem. Nationalekonomien kom därför att inrikta sin forskning i utomordentligt hög grad på konjunkturerna. Ur denna situation utvecklades de teorier, vilka låg till grund för mycket av det ekonomisk-politiska handlande, som kännetecknat decennierna därefter fram till våra dagar. Det är ju endast en helt rimlig konsekvens av konjunkturstudiet att söka metoder att styra konjunkturen eller åtminstone utjämna densamma. Förutsättning för konjunkturstyrning är emellertid att vinna en föreställning om konjunkturens framtida förlopp eller åtminstone dess tendenser. Förväntningarnas roll och företagarnas planer fick därför stort utrymme i forskningen. Avstämningen av planer mot resultat var en särskilt viktig uppgift för det fortsatta förutsägandet. Förloppsstudium, prognosticerande och även planerande skulle allt tjäna syftet att utgöra grundval för konjunkturens styrning.

Medlet härför var i första hand enligt nedärvda teorier räntan. Dennas makt över ekonomien både trodde man på och betvivlade man. Tvivlarna, som ansåg sig se sina tvivel bestyrkta av de låga räntesatsernas ringa konjunkturstimulerande effekt, förordade statens direkta inkopplande på den ekonomiska verksamheten. Som ett nytt och bety-

[2]) Se FISHER, I.: *Stabilizing the Dollar*, NEW YORK 1920, där planen presenterades i i dess mest utarbetade form. Den hade emellertid diskuterats redan före första världskriget.

delsefullt bidrag till den nationalekonomiska vetenskapen utbyggdes teorien för den kompensatoriska budgetpolitiken. Finanspolitiken såsom det något mera vittomfattande begreppet för statsinterventionen skulle t.o.m. för lång tid komma att helt överskugga räntepolitiken. Den vetenskapliga apparatur av teorier och praktiska hjälpmedel, som på så sätt framkom, antogs vara tillräcklig och effektiv nog att vidmakthålla penningväsendet vid dess funktioner och tillika övervinna arbetslösheten och fluktuationerna i konjunkturen. Den troddes vara på en och samma gång vetenskapligt förnuftig och godtagbar för det ekonomiskpolitiska förnuft, som finns representerat i demokratien.

### 50-talets reaktion

För 50-talets människor ter sig en trosvisshet av detta slag helt visst i många avseenden verklighetsfrämmande. De mellanliggande åren har ju gett tillfälle att pröva åtskilligt av de nya teorierna ävensom att begrunda följderna därav. Om rent allmänt sett något av den starka tilltron till den makt, som förnuftet över huvud taget förmår utöva i demokratien, avtagit, borde det kanske heller inte förvåna. Emellertid behöver det förhållandet, att en klyfta uppkommit mellan den demokratiska verkligheten och det vetenskapliga förnuftet, sådant som det uppfattats sedan 30-talet, inte innebära nedvärdering av förnuftet. Detta har kanske bara underlåtit att anpassa sig tillräckligt snabbt till det ändrade lägets krav. Onekligen har utvecklingen på väsentliga punkter dementerat den praktiska genomförbarheten av 30-talets teorier. De förhoppningar, som knöts till dessa, har i mångt och mycket svikits.

Särskilt stark känns besvikelsen över resultaten på penningväsendets område. Professor Tord Palander understryker sålunda den markanta förändring i förtroendet till penningvärdet, som inträtt sedan början av 1950-talet.[3]) Han framhåller den penningvärdestabilitet, som rådde under 1800-talet som en måhända historisk engångsföretelse, inramad både bakåt och framåt i tiden av instabilitet och försämring. 1800-talet efterlämnade emellertid ett arv av länge kvardröjande förtroende för penningvärdet, som han vill förklara med "oregelbundenheten av 1900-talets utveckling".

---

[3]) Palander, T.: *Värdebeständighet Ett problem vid sparande, livförsäkringar och pensioner,* Stockholm 1957, s. 260 ff.

"De stora förskjutningarna i penningvärdet fram till efterkrigstiden har haft tydligt i ögonenfallande tidssammanhang med vad som kunnat uppfattas som nödvändiga konsekvenser av krig och deras efterverkningar. Det har gått att rationalisera de genomgångna erfarenheterna som 'engångsinflationer' eller 'engångsdeflationer' framkallade av historiskt tillfälliga händelser, vilka inte behövde upprepas och som därför inte heller behövde rubba tron på att framtidens penningvärde i stort sett kunde komma att överensstämma med det för dagen gällande.

Detta torde också ha varit vår situation fram till seklets mitt. Om man skall våga uttala ett allmänt omdöme i detta hänseende, där bristen på verifikationsmöjligheter gör såväl en bekräftelse som en motsägelse ganska utsiktslösa, förefaller det nog tämligen rimligt antaga, att den svenska allmänheten ännu hade kvar en hög grad av penningvärdeförtroende fram till, och kanske också omedelbart efter, Koreakrisen. Därefter har emellertid situationen blivit radikalt försämrad. Bristen på förtroende till penningvärdet synes nu vara mycket utbredd och detta i båda de ovannämnda bemärkelserna. Man har börjat räkna med en fortsatt försämring av penningvärdet. Och samtidigt är ovissheten i varje omdöme om penningvärdets framtid utpräglad: variationer betraktas vara möjliga inom mycket vida marginaler."

Rent fatal ur förtroendesynpunkt torde verkan ha varit av sättet att handha index. Detta hade vid guldmyntfotens övergivande tillmätts en stor roll. Kriteriet på dugligheten av en metod med index låg i dettas förmåga att inte alltför starkt förlora i stabilitet, d.v.s. inte avvika från utgångsläget. När detta trots allt blev fallet, tillgreps på många håll manipulationer med index för att dölja den faktiska instabiliteten och motverka dennas konsekvenser. Därmed blev så småningom det faktum uppenbarat, att penningväsendet helt enkelt saknade både standard och tillförlitligt mätinstrument. För den finansiella organisationens vidkommande, d.v.s. centralbanksväsende, bank- och kreditväsende i övrigt, kapitalmarknad m.m. har pappersmyntfoten dragit med sig inskränkningar och regleringar i deras tidigare som normala betraktade funktioner, vilket ju kan ses som ett ytterligare tecken på ofullgångenheten av det, som satts i guldmyntfotens ställe.

Sedan arbetslösheten i huvudsak försvunnit genom andra världskrigets hektiska produktionsansträngning, har högkonjunktur varit rådande. Det påfallande med denna är emellertid inte en sådan medveten styrning, som 30-talet antog vara möjlig, utan svårigheten att förhindra en långt driven högkonjunktur att slå över i mer eller mindre ohämmad inflation.

Den optimistiska inställningen till prognoskonsten har inte farit väl

av de prognoser om efterkrigsdepression, som bl.a. från ekonometriskt och annat håll gjordes i mitten av 1940-talet. Även om det därmed inte är sagt, att inte också goda prognoser *kan* göras, manar gjorda erfarenheter till försiktig bedömning av prognosteknikens möjligheter. Skeendet är alltför starkt influerat av de svårberäkneliga, mänskliga reaktionerna för att låta sig förutsägas med säkerhet, även om insamlingen av data förbättras långt utöver nuvarande, i förhållande till 30-talet, mycket avancerade tillstånd.

En missräkning är också den kompensatoriska budgetpolitiken. I lågkonjunkturen visade sig nog villigheten stor att låta det allmänna göra utgifter utan att belasta skattedragarna, men när i högkonjunkturen endera det förra skulle begränsa sig eller de senare ta på sig nya bördor, blev inställningen snabbt en annan. Just med tanke på de mycket stora förväntningar, som knutits till denna del av finanspolitiken, är bakslaget kännbart. Bland annat var den starka tilltron till effekten av denna politik länge ett direkt hinder för anlitande av en mera ortodox penningpolitik. Detta var ett arv från de 30-talsidéer, som i lågräntepolitiken såg ett mål i sig självt. Man behövde ersätta det penningpolitiska medel, som därmed gick förlorat, med något annat. Så kom då detta nya medel att visa sig vara bristfälligare än någon på 30-talet kunnat ana eller förutse.

Gällde det att i konjunkturdämpande syfte pålägga nya skatter för att penningpolitiskt kompensera verkningarna av t.ex. stora exportförtjänster eller utökade investeringar i näringslivet, blev motståndet häremot starkt i de skattebeviljande församlingarna inte minst på grund av de svårförståeliga motiven. Gick det ändå trots motståndet att "draga in" en del penningmedel, stupade det hela på den ineffektiva "steriliseringen" av pengarna eller på finansministeriernas svaghet att i sin penningnöd gripa till vad som fanns, även om det var undansatta medel.

Gällde det åter att sänka eller åtminstone begränsa det allmännas utgifter, visade sig ihåligheten ännu större. Att det allmänna skulle minska omfattningen av sin en gång expanderade verksamhet, måste redan det stöta på hårdnackat motstånd. Att sedan i en pris- och löneuppgång, som gjort allting dyrare, vänta sig, att den till kvantiteten oförändrade eller rentav utökade verksamheten skulle taga mindre utgiftsmedel i anspråk, var så orealistiskt, som något kunde vara. Den kompensatoriska budgetpolitiken har därför inte i sin praktiska tillämpning gett de resultat i en

inflationskonjunktur, som ställts i utsikt.[4]) Det är bara för 50-talets människor att konstatera detta faktum, liksom den ortodoxa penningpolitikens återkomst är beviset för att slutsatsen härav dragits.

De kritiska synpunkter, som här anförts mot en del av de teorier och bedömningar, som framfördes på 30-talet, får dock inte undanskymma uppskattningen av det myckna värdefulla arbete nationalekonomien då uträttade. Trots det sagda efterlämnar nämligen 30-talets forskningar ett bestående värde i teorierna för den fulla sysselsättningen. Därmed måste förlegade konventioner brytas ned och nya vägar anvisas, vilket vetenskapen också mäktade utföra. Detta är en landvinning av stora mått ur en mängd samhälleliga synpunkter. Vad det emellertid nu främst gäller är att tillgodogöra sig vunna resultat för sysselsättningens del, samtidigt som stabilitet skapas på penningväsendets område.

### Inflationen och den fulla sysselsättningen

Efterkrigstidens erfarenheter är på den punkten ganska entydiga, att full sysselsättning gått hand i hand med inflation, utan att därför orsakssammanhanget här behöver närmare diskuteras. Den fulla sysselsättningens ekonomi bär hela tiden med sig det, som kan bli fröet till dess egen undergång. Mindre bakslag i sysselsättningsläget har vid flera tillfällen inträffat, men inflationsutvecklingen har inte hejdats därav, möjligen dämpats något. Av följsamheten mellan dessa båda företeelser har många förletts till frågan, om inte rentav en långsam, kontrollerad inflation i själva verket är något positivt för sysselsättningen. Det är möjligt, att så är fallet på kort sikt. Men det som är starkt problematiskt är blott att avgöra, hur mycket inflation, som kan tillåtas, utan att det inhemska penningväsendet desorganiseras definitivt och det internationella penningsystemet bryter samman. Motiven är dock starka för att inte låta inflationen få för stort spelrum, så att marken bereds för ett nytt bakslag. Hur indämningen kan äga rum är emellertid inte ett problem, på vilket endast en lösning kan tänkas. Det institutionella system, som skall diskuteras i det följande, får sin bakgrund närmare belyst i kapitel 2.

---

[4]) Se t.ex. Holtrop, M. W., Nederländska bankens chef, i ett anförande, refererat i *Neue Zürcher Zeitung*, 6. Dezember 1957, Blatt 10.

## Guldet i penningväsendet

Här kommer att hävdas, att det är förnuftig realism att taga den hjälp, som står att få i syfte att bemästra inflationens problem. Varför inte i så fall guldet? Kan därmed något väsentligt nås för att hjälpa demokratien att undgå inflation och riskerna för ny depression, behöver tvekan knappast råda om, att det kan vara värt att taga vissa olägenheter, som eventuellt kan följa med ett kring guldet byggt penningväsen.

Den penningpolitiska anordning, som skall diskuteras, är inte en originell nykonstruktion. Den är tvärtom en anknytning till gamla traditioner på inflationsbekämpningens område. Men det är därutöver också en anslutning till tankegångar, som tagit allt fastare form under de båda senaste decennierna, framför allt då 50-talet. Förutsatt att inte ett nytt storkrig utbryter och förhärjar världen, borde dessa anordningar ha goda möjligheter att utbyggas och att göra människorna stora tjänster i den tid, som kommer.

I medvetande om begränsningen av det ekonomiska förnuftets makt är det i det demokratiska system, där nationalekonomien har sitt verksamhetsfält, inte oriktigt att taga hjälp av utomekonomiska företeelser i samhällslivet, om sådana står till buds och verksamt kan bidraga till uppnående av ekonomiska mål, som befinnes vara viktiga. För 50-talet faller det sig i ljuset av erfarenheterna med ett flertal av 30-talets starkt förnuftsbetonade teorier självklart att intaga en försiktigare attityd till de makroekonomiska sammanhangen och företeelserna. Medvetet är detta en blygsammare position. Men det behöver ingalunda vara en svagare. Ökat verklighetssinne bör snarare vara ägnat att ge ökad tyngd åt det ekonomiska förnuftet i ett av irrationella faktorer så starkt influerat samhällssystem som det demokratiska. Det kan knappast sägas vara höjden av vetenskapligt förnuft att för olika uppdykande ekonomiska problem konstruera ideala lösningar, som är obegripliga i demokratien. Denna har tvärtom behov av lättfattliga och klara anvisningar. När därför i denna avhandling stor uppmärksamhet ägnas guldets roll och möjligheter i det nutida samhället, bottnar detta innerst inne i en övertygelse, att den politiska demokratien ingenstädes är mogen att hantera ett penningväsen utan stöd av ett på en gång enkelt och objektivt kriterium, och tills dags dato har inget bättre än metallen guld uppfunnits.

De avgörande motiven bakom uppbyggnaden av det internationella

penningsystem, som med INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN i centrum vuxit fram under efterkrigstiden, är att söka förena hög sysselsättning och stabila valutaförhållanden. I själva verket är det fråga om ett nytt penningsystem, som i många och viktiga hänseenden avviker från guldmyntfotens och guldtackestandardens. Det är emellertid obestridligen en guldstandard, och då VALUTAFONDEN i sitt språk om sin egen verksamhet använder uttrycket parivärdesystem, skall denna nya guldstandard i det följande benämnas *guldparistandarden.*[5])

Former och verkningssätt i denna är emellertid ingalunda slutgiltigt fastlagda och blir det förmodligen aldrig heller. Ett på guldet byggt system är dock för handen, och redan det är ett skäl för ett vetenskapligt studium av dess nuvarande verkningssätt och konsekvenser i vissa hänseenden, främst för penningpolitiken. Däremot förefaller det mindre fruktbart att diskutera, som om systemet inte vore till. Det existerar, och diskussionen skall föras utifrån detta faktum. Upphör det, eller förändras det i grunden, måste det leda till annan argumentation och andra slutsatser. Men detta är och måste bli en annan sak.

Det är endast utslag av en förnuftig realism att utgå från ett verklighetsförhållande, som rimligen kan förväntas bli bestående för överskådlig framtid. Guldets ställning hos mänskligheten är djupt rotad i traditionen, antingen det nu uppfattas som vidskepelse av den ena människan eller erfarenhetsgrundad klokhet av den andra.

"Gold constitutes a true challenge to the rationalists. It has been said rightly that gold is the object of a cult. The public believes in gold. To call this attitude ridiculous and to blame men for it reveals a regrettable lack of understanding. Belief is a fact which science must take into account. To argue against it logically is vain and absurd."[6])

Det är knappast anledning att just nu räkna med en förändring i allmänhetens inställning. Inte heller kommer med största sannolikhet guldparistandarden att raseras utan tvingande skäl. Det är då att göra det bästa möjliga av situationen att, väl medveten om befintliga bristfällig-

---

[5]) Professor ROBERT TRIFFIN använder i sin bok, *Europe and the Money Muddle*, NEW HAVEN 1957, s. 299, benämningen "gold exchange standard". Både guldväxelstandard och guldvalutastandard förefaller dock både innehållsmässigt och språkligt vara underlägsna guldparistandard.

[6]) BAUDIN, L.: *"Irrationality in Economics"*, *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1954, s. 495.

heter, ändå följa dess spelregler för valutastabilitetens bevarande och sysselsättningens upprätthållande.

### Perspektiv på det internationella penningsystemet

En regional eller världsomfattande ekonomisk samverkan blir aldrig fullständig, om inte däri ingår anordningar på betalningsväsendets område, ett internationellt penningsystem.

Guldmyntfoten var på sin tid ett sådant system, som i mångt och mycket uppfattades som ett tekniskt arrangemang, berörande guldparitet, myntning, växelkurser och avvikelser inom guldpunkternas ram m. m. Väsentliga förutsättningar för dess funktion antogs utan vidare vara för handen och var det tidtals också. Dit hörde frånvaro av valutarestriktioner och importregleringar. Dit hörde också måttliga tullsatser, rörlighet i priser och löner och variationer i sysselsättningen etc. Ett penningsystem, som tidigare existerat, blir emellertid inte utan vidare användbart under andra tidsförhållanden. Det måste tvärtom inpassas i den nya ekonomiska ordning, som vuxit fram, och dess utformning kan inte undgå att taga intryck därav.

Det nya internationella penningsystemet, guldparistandarden, måste uppfattas som ett led i nutidens allmänna ekonomiska och sociala ordning. Det måste räkna med institutionella premisser, som på guldmyntfotens tid inte var aktuella eller var av underordnad betydelse. Dit hör t. ex. aktiva krav på hög sysselsättning, pris- och lönestelhet, vissa import- och valutarestriktioner m. m. Systemet hänger därför så intimt samman med den numera rådande, allmänna ekonomiska ordningen, att det inte kan opereras ut ur denna, om det skall beskrivas och karakteriseras på ett verklighetstroget sätt. Det kan helt enkelt inte analyseras alldeles oberoende av den miljö, vari det förutsättes skola verka. Guldparistandarden är följaktligen ett vidare begrepp än enbart ett, som kan anges genom beskrivning av tekniska data. Det är då också nödvändigt att däri inbegripa vissa målsättningar, som inte fanns i guldmyntfotens system, men som nu är gemensamma för länder i det internationella penningsystemet, och som är karakteristiska för deras handlingsmönster.

Det är särskild anledning att inledningsvis understryka detta, eftersom penning- och valutateorien i ett tidigare skede uppfattats som ett

studium företrädesvis av rent tekniska anordningar. Det är inte längre möjligt. Perspektivet måste vara vidare.

En presentation av det nya systemet stöter därutöver på en särskild svårighet. Guldparistandarden kan nämligen ännu inte sägas vara ett till alla delar färdigutformat system. Den är heller inte i de avseenden, som måste anses vara av principiell natur, t. ex. i fråga om växelkursstabilitet, frihet från handels- och valutarestriktioner m. m., förverkligad överallt inom den västliga världen. Konvertibilitet, som givetvis är ett ofrånkomligt villkor för dess effektiva tillämpning, är, för att taga ett exempel, för närvarande en klar realitet blott för ett fåtal, låt vara, ekonomiskt viktiga länder. Många andra har däremot ännu inte i alla avseenden infört konvertibilitet. De senare, som även de är av stor ekonomisk vikt, bemödar sig emellertid allvarligt att nå denna, såväl som uppfylla andra för guldparistandarden väsentliga villkor.

Det är, som närmare skall framgå av kapitel 6, inte oberättigat att säga, att guldparistandarden är ett av FÖRENTA STATERNA lett system, medan guldmyntfoten på sin tid stod under brittisk ledning. När detta skrives, utgöres stommen i det nya systemet, förutom av FÖRENTA STATERNA, av KANADA, SCHWEIZ, BELGIEN, VÄSTTYSKLAND, VENEZUELA och något land till. Tvekan kan emellertid inte råda om att STERLINGBLOCKET, de skandinaviska länderna, övriga västeuropeiska stater m. fl., som genom sin anslutning till INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN officiellt förklarat sig tillhöra det i sista hand på guldet baserade internationella systemet, alltmer närmat sig nämnda krets och strävar att ansluta sig till densamma.

För framställningen betyder denna ofullgångenhet, att tonvikten framför allt måste läggas på att visa, dels hur förhållandena utvecklat sig — i de för guldparistandarden avgörande hänseendena — i den amerikanska kretsen och då främst FÖRENTA STATERNA, dels hur systemet fungerat därstädes fram till skrivande stund. Det ligger i sakens natur, att svenska förhållanden då inte kan särskilt belysas. Läsaren får antas känna till dessa och själv göra de jämförelser, som han kan finna påkallade.

Framställningen i några kapitel har i särskilt hög grad haft att kämpa med den svårighet, som följt av nyssnämnda splittring. Den täcker därför ej helt verkligheten och är för närvarande ej tillämplig i full utsträckning på de till guldparistandarden officiellt men ej till

alla delar reellt anslutna länderna. Det har därför inte kunnat undvikas, att förebilder och exemplifikation i första hand fått sökas inom den amerikanska kretsen. Denna svårighet kommer särskilt till synes i kapitlen 8, 9 och 10. De bägge senare kan dock i inte ringa utsträckning anses skildra förhållanden, gemensamma för samtliga länder. De fyra första kapitlen tjänar syftet att teckna bakgrund och miljö.

# *Det fullt sysselsatta samhället*

I föregående kapitel har berörts den roll den fulla sysselsättningen spelar såsom institutionell faktor i nutidens ekonomi. Det är inte 1930-talets arbetslöshetssamhälle det längre är fråga om, och detta måste givetvis färga av sig i olika hänseenden. Slutsatserna skulle säkerligen många gånger bliva andra, om ofullständigt utnyttjade produktivkrafter stode till buds i dagens ekonomi. Det är emellertid fullt medvetet, som här underlåtes att vid alla tillfällen presentera depressionsfallet. Inte så att arbetslöshet och depression inte skulle kunna återkomma. Avsikten är fastmer att ge relief åt det, som nu synes vara det väsentliga, nämligen att utröna hur ett fullt sysselsatt samhälle skall kunna ges stadga och stabilitet mot inflationsstörningar, sedan det mål uppnåtts, som såväl 1930-talets som de första efterkrigsårens strävanden i så utomordentligt hög grad gått ut på.

Det är väl knappast att ta miste på en viss häpenhet hos ekonomen, när denne efterlyser konjunkturcykeln (Robertson) och undrar vart arbetslösheten tagit vägen (Robinson).[1] Man kan med den sistnämnde ställa frågan, om den nya ekonomiska kontrolltekniken i sin strävan att undvika fluktuationer i effektiv efterfrågan och sysselsättning framkallat fluktuerande valutareserver och betalningsbalanskriser, eller för att i anslutning till den förre säga samma sak litet mera drastiskt: "Har vi i stället för konjunktursvängningar fått en inflationistisk vartannat-års-hicka?" Även om den senare sjukan till äventyrs skulle vara mindre allvarlig, är den besvärande nog för att motivera sökande efter botemedel.

Till att börja med är det angeläget att understryka skillnaden mellan full sysselsättning och icke-massarbetslöshet. Det förra är ett avgjort mycket ambitiösare mål än det senare, och längre än till det sist-

[1]) Se uppsatser av D. H. Robertson, *"The Business Cycle in the Post-War World"*, och E. A. G. Robinson, *"Industrial Fluctuations in the United Kingdom*, 1946—52", i samlingsverket *The Business Cycle in the Post-War World*, edit. E. Lundberg, London 1955, ss. 4 och 37.

nämnda sträckte sig knappast 1930-talets strävanden. JOHN MAYNARD KEYNES t.ex. sade sig tvivla på att någon sentida erfarenhet gjorts av full sysselsättning i fred, och även om sysselsättningen varit tillfredsställande "efter normal standard" i FÖRENTA STATERNA 1928—29, visste han sig icke ha hört talas om någon allmän brist på arbetskraft.[2]) WILLIAM BEVERIDGE, som skrev i slutet av år 1944, framhöll, att arbetslösheten under andra världskriget visserligen varit nere i en halv procent, men han ansåg det befogat att i fredstid räkna med en arbetslöshet av en procent för säsongvariationer, en procent för att ge utrymme för framåtskridandets krav på arbetskraft och en procent för den industriella friktion, som är priset för att kunna utnyttja den internationella handelns fördelar. Nittiosju procents sysselsättning var för BEVERIDGE full sysselsättning. Denna siffra jämförde han med de 86 procent, som han uträknat för STORBRITANNIEN under mellankrigstiden.[3]) Efterkrigstiden har emellertid i de viktigare industriländerna kännetecknats av högre grad av sysselsättning än den BEVERIDGE tänkt sig, och brist på arbetskraft har inte endast inom specialområden utan inom de olika nationella ekonomierna som helhet varit ofta och långvarigt förekommande. I praktiken har den politik, som gått ut på att förverkliga den fulla sysselsättningen, inneburit väsentligt mycket mer än avskaffande av massarbetslöshet och beredande av arbete åt 97 procent av den arbetsvilliga befolkningen. Hur detta kommit sig, har sitt speciella intresse för problemställningen guldparistandard under full sysselsättning.

**Den keynesianska sysselsättningsteorien**

Det kan vara lämpligt att till utgångspunkt för resonemanget taga den från KEYNES-diskussionen välkända tankegången, att "tillgången skapar sin egen efterfrågan".[4]) Denna tes är nämligen föremål för sysselsättningsteoriens särskilda kritik. Det är inte nödvändigt att gå in

[2]) KEYNES, J. M.: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, LONDON 1939, s. 322.

[3]) BEVERIDGE, W. H.: *Full Employment in a Free Society*, LONDON 1945, s. 124 ff.

[4]) Jfr. t.ex. FELLNER, W. J.: *Monetary Policies and Full Employment*, BERKELEY och LOS ANGELES 1947, s. 112, där den grundläggande betydelsen av SAY's lag för de s.k. överproduktions- och undersysselsättningsteorierna diskuteras.

på mera subtila tolkningar av vad som skall inläggas i tesen, utan det räcker med att framhäva dess väsentliga innehåll, som är, att genom produktionen av reala nyttigheter etc. skapas de penninginkomster, vilka i sin tur efterfrågar produktionsresultatet. Med stigande produktion följer stigande inkomster, stigande efterfrågan och tvärtom. Därvidlag ändras ingenting av det förhållandet, att produktionen består av varor endera för omedelbara konsumtionsändamål, successiv förbrukning eller för investering. Det må vara en komplikation, men principen upphävs inte därav. Detsamma gäller för det förhållandet, att inkomstens användning endera kan gå till efterfrågan på konsumtionsvaror eller till sparande.

Vad kritiken anför mot denna tankegång går i första hand ut på att produktion, inkomst och efterfrågan inte är oupplösligt förbundna med varandra. Inkomstströmmen behöver inte vara synkroniserad med produktionen och heller inte motsvara produktionskostnaderna; efterfrågan behöver inte vara synkroniserad med och motsvara inkomsten. Det sistnämnda är framför allt den punkt, där sysselsättningsteorien sätter in sin kritik, i det att den menar, att den del av inkomsten, som sparas, inte nödvändigtvis behöver föranleda däremot svarande investering, eftersom sparare och investerare inte alltid är samma personer och inte heller har samma handlingsmotiv. Den effektiva efterfrågan kan därför i vissa lägen bli otillräcklig för att absorbera produktionsresultatet. Detta kan då ge upphov till sysselsättningsminskning.

Att den effektiva efterfrågan kan komma att understiga den för full sysselsättning erforderliga, sammanhänger med den kända "psykologiska lagen" om den med inkomsten avtagande konsumtionsbenägenheten. Kravet på investeringar för att upprätthålla sysselsättningen blir ju härigenom allt större och svårare att tillgodose.[5])

Det ekonomiska systemet kan alltså enligt denna teori komma i jämvikt vid en nivå av ofullständig sysselsättning, och det finns ingenting i själva systemet, som är ägnat att garantera den fulla sysselsättningen. Systemets egna självverkande krafter häver således ej en ofullständig

---

[5]) Keynes, a. a., s. 29. "When employment increases, $D_1$ (=konsumtionen) will increase, but not by so much as D; (=totalinkomsten), since when our income increases our consumption increases also, but not by so much. The key to our practical problem is to be found in this psychological law." Parenteserna inskjutna här.

sysselsättning, utan den ekonomiska jämvikten *kan* bli stabil på en nivå av undersysselsättning. För att råda bot på en dylik situation blir det erforderligt med ekonomisk-politiska ingripanden av viss typ.[6]) Den effektiva efterfrågan kan exempelvis höjas genom ökning av förmåga och benägenhet att konsumera eller genom tillskott till investeringarna. Det förra kan åstadkommas genom omfördelning av inkomstsumman från mera sparbenägna till mera konsumtionsbenägna inkomsttagare, t.ex. med skattepolitikens och socialutgifternas hjälp. Det senare kan ske genom offentliga investeringar eller genom stimulans av privata sådana, t.ex. genom kreditutvidgning med hjälp av gynnsamma kreditvillkor etc. Allt detta är välbekant och behöver inte utvecklas mera i detalj.[7])

Intresset får i stället inriktas på en analys av verkningarna av den föreslagna politiken, när denna realiserats. En ny situation får väl sägas ha inträtt i det ekonomiska systemet, sedan undersysselsättningen hävts. Kan uppnådd full sysselsättning då bestå? Eller blir tendensen i alla situationer den, att undersysselsättning ånyo skapas?

På denna punkt synes teorien sväva något på målet men ändock fälla utslaget till förmån för att de krafter, som verkar i riktning mot undersysselsättning, d.v.s. den psykologiska lagen för konsumtionsbenägenheten och de otillräckliga investeringsmöjligheterna, blir utslagsgivande. Keynes tänker sig visserligen, att stabil jämvikt kan uppnås i systemet vid vilken sysselsättningsnivå som helst, vilket i och för sig synes innebära, att den kan inträda även vid full sysselsättning — med vilket procenttal upp till hundra man än väljer att definiera begreppet — men stabiliteten är uppenbarligen beroende av den effektiva efterfrågan, som ju i realiteten enligt hans teori i stor utsträckning är bestämd genom politiska beslut.

---

[6]) Se Boulding, K. E.: *Economic Analysis,* London 1955, s. 302. "The Keynesian model assumes that there is no 'natural' tendency in the system tending to raise the level of the absorption curve as output falls below capacity, and that if full employment is to be maintained there must be active intervention on the part of government to raise the level of the absorption curve to the point where capacity output will not result in surplus accumulations."

[7]) För en mera katalogmässig framställning av olika sätt att öka den effektiva efterfrågan hänvisas till Beveridge's nyssnämnda arbete, särskilt Del IV, s. 123 ff.

**Efterkrigstidens erfarenheter**

Den kanske viktigaste erfarenhet, som kunnat göras av efterkrigstidens politik för stabil full sysselsättning, är, att stabiliteten i stället gått förlorad på andra områden, främst på prisernas. En allmän prisstegringsprocess har i de flesta länder kännetecknat den ekonomiska utvecklingen. Den effektiva efterfrågan har synbarligen överstigit den efterfrågan, som skulle ha medfört stabilitet i priserna. En allmän underskattning av efterfrågan såväl för konsumtion som för investeringar inom systemet och en samtidig överskattning av produktionsmöjligheter och befintliga tillgångar har tydligen varit förhärskande.

Erfarenheten synes ha ådagalagt, att den "psykologiska lagen" om den avtagande konsumtionsbenägenheten samt tesen om de otillräckliga investeringsmöjligheterna finner sin giltighet avtaga, i den mån som sysselsättningen strukturellt tilltar. Därtill kommer, att den av KEYNES förordade inkomstutjämningen i avsevärd utsträckning genomförts och bidragit att höja konsumtionsbenägenheten. Det förefaller också ganska påtagligt, att konsumtionen fått väsentligt ökad inriktning på starkt kapitalkrävande nyttigheter. Redan återuppbyggnaden efter krigets förödelse har ju överallt i stor omfattning gällt sådan kapitalkrävande produktion som bostäder, förvaltningsbyggnader, trafikmedel m.m. Därtill kommer, att den tekniska utvecklingen verkat i samma riktning.

Accelerationsprincipen — som KEYNES med visst berättigande kunnat försumma — spelar uppenbarligen större roll i ett fullt sysselsatt samhälle än det, som var aktuellt på 1930-talet. En kapitalkrävande konsumtion framkallar nämligen starkare acceleratorverkan än om kapitalbehoven vore mindre. Under förhållanden sådana som efterkrigstidens talar starka skäl för att stigande konsumtion, föranledd av stigande penninginkomster, helt enkelt framkallar växande investeringar, vilka vid mycket starka konsumtionskrav driver upp investeringsbenägenheten extremt. Så länge som sådana förhållanden består, är det naturligt att ställa frågan, vid vilka tillfällen efterfrågetillskott verkligen varit nödvändiga för sysselsättningens upprätthållande, och om sådana nu är, respektive även i framtiden kommer att vara, behövliga. Om detta skulle vara fallet, hur är det i så fall med doseringen och

tidpunkten för deras insättande? Även små doser kan ge mycket starka utslag, när ekonomien redan arbetar upp emot kapacitetsgränsen.

Om den strukturellt stigande konsumtionsbenägenheten via dess accelererande effekt på investeringarna därtill förstärkes genom multiplikatorverkningarna på konsumtionen av en likaledes strukturellt växande investeringsbenägenhet, kan efterfrågetillskottens inflytande på samhällsekonomien otvivelaktigt bli mycket stort. Om tillskotten dessutom är politiskt bestämda, innebär det, att institutionella förhållanden — d.v.s. växlande politiska situationer, maktgrupperingar i samhället, organisatoriska förhållanden etc. — får väsentlig betydelse för utlösningen av faktorer, vilka, som sagt, kan ge upphov till avsevärda jämviktsstörningar. Av de politiska ingripandena kan m.a.o. framkomma stora verkningar av relativt små impulser. Det är vidare inte alltid samma samhällsinstitutioner, organisationer el. dyl., som i alla tidslägen äger möjlighet att skapa efterfrågetillskott. Under äldre tidsskeden, t.ex. 1800-talets senare hälft, var det knappast tänkbart, att statsmakten i fredstid skulle uppträda som skapare av dylika tillskott. Numera är det däremot vanligt.

**Självständiga inkomstskapare**

I modern tid är det i västerländska samhällen trots allt på ett begränsat antal vägar, som tillskott i effektiv efterfrågan kan skapas och faktiskt blir skapade. Redan det förhållandet, att den institutionella ramen sätter en spärr, så att inte vem som helst äger denna förmåga, har sitt självständiga intresse. Ty därav följer, att de, som har förmågan, kan berövas den, medan andra, som inte har den, kan få den. Detta har betydelse för politikens möjligheter och verkningssätt. Det förutsätts i allmänhet, att det är staten, som skapar dessa efterfrågetillskott och skall skapa och reglera dem, men statens handlande är endast uttryck för en ekonomisk politik, som mycket väl kan ge utrymme för även andra subjekt att vid sidan därav skapa liknande efterfrågan. I all synnerhet får detta betydelse i den fulla sysselsättningens samhälle.

Effektiva efterfrågetillskott kan i modern tid skapas av:

1) Det offentliga, stat och kommun, genom dess utgiftsexpansion.

2) Arbetsgivare- och löntagarorganisationer genom avtal om lönehöjningar m.m.
3) Företag och företagarsammanslutningar genom prishöjningar.

Det framgår omedelbart av de uppräknade kategorierna, att det undersysselsatta samhället inte ger de under 2) och 3) nämnda grupperna samma möjlighet att skapa efterfrågetillskott som det fullt sysselsatta.

1) Det är en bärande tankegång i den keynesianska sysselsättningsteorien, att staten genom expansion av sina utgifter skall öka den effektiva efterfrågan för att öka sysselsättningen i depressionstider och därefter i ett växande samhälle garantera dess vidmakthållande. Självfallet måste för statens del innebörden därav vara, att från period till period, t.ex. från budgetår till budgetår, statsutgifternas summa ökas. Vad finansieringen av dessa utgifter beträffar, är det en annan fråga. Tillskotten skapas brutto av utgifterna.[8]) Vilken nettostorleken av statens transaktioner blir, beror på sättet att finansiera utgifterna, alltså valet mellan skatter, lån i marknaden eller centralbankskrediter. Men är det politiskt möjligt för stat — och i förekommande fall kommun — att expandera, är det också klart, att deras ställning i samhället också ger dem finansiella möjligheter att genomföra den tillämnade expansionen, som likaväl kan avse militära utgifter som sociala prestationer eller investeringar.

2) Vad den fulla sysselsättningen framför allt medfört, är en genomgripande förändring i fråga om arbetsgivar- och löntagarorganisationernas möjligheter att på lönepolitisk väg skapa efterfrågetillskott. Även om staten själv inte är medlem av någon arbetsgivarorganisation, får den som stor arbetsgivare, som inte kan bortse från den marknadsmässiga löneutvecklingen, räknas till samma grupp som de i organisationer förenade arbetsgivarna. När dessa träffar avtal med löntagarorganisationerna om höjda löner, kan efterfrågan således erhålla tillskott. En annan fråga är det sedan, hur arbetsgivarna skall skaffa täckning för uppkomna utgiftsstegringar. Det är på denna punkt, som det fullt sysselsatta samhället innebär en helt ny situation i förhållande till tidigare. Kan täckning för de ökade utgifterna inte erhållas genom

[8]) Jfr. Professor Ingvar Svennilsons diskussion av frågan om anknytning av statens utgiftspolitik till det samhälleliga produktionsresultatet i *"Finanspolitik och budgetprognoser"*, *Ekonomisk Tidskrift*, N:r 1, Stockholm 1958, ss. 12—13.

produktionsresultatets ökning, äventyras ju sysselsättningen, och följaktligen måste företagen ha avsättning för sina produkter till sådana priser, att de inflytande inkomsterna täcker utgifterna. I det hänseendet har både arbetsgivare och löntagare gemensamma intressen. De finansiella resurserna måste av hänsyn till sysselsättningen skaffas,[9]) och det är välkända företeelser, att jämviktsrubbningar härvid lätt uppträder i fråga om priser, lager och andra reserver.

3) Även företagarsammanslutningar, t.ex. jordbrukarorganisationer, enskilda företag av tillräcklig storleksordning eller företag, som utan att vara förbundna med varandra ändock handlar efter gemensamma tankelinjer, har förmågan att skapa efterfrågetillskott, dels om de mer eller mindre "monopolistiskt" kan höja sina priser och den vägen också sina inkomster, dels också genom sina investeringsbeslut, vilka de kan finansiera antingen med egna medel eller med krediter. Det fullt sysselsatta samhället öppnar helt andra möjligheter än det undersysselsatta för prishöjningar dels genom försvagning av konkurrensen dels också genom underlättad kostnadsövervältring i produktionsledet.[10]) En elastisk kreditmekanism behöver däremot inte vara särskilt utmärkande för någondera samhällstypen. Tydligen kan dock inte mekanismen vara så inelastisk, att företagen inte kan upprätthålla sysselsättningen. I praktiken synes härigenom vissa självständiga möjligheter öppnas att skapa efterfrågetillskott via kreditapparaten, som ju genom sin arbetsuppgift måste vara generellt villig att lämna lån.

Det kan naturligtvis med full rätt hävdas, att varje enskild person med likvida spartillgångar till sin disposition i princip också har möjlighet att skapa efterfrågetillskott, om han lever upp sina sparmedel. Betydelse ur helhetens synpunkt kan emellertid denna möjlighet blott få, om hela samhällsgrupper skulle bete sig på det sättet, vilket normalt inte är fallet. En allmän förbrukning av sparmedel skulle närmast kunna sägas vara uttryck för ett inflationstillstånd, t.ex. av den

---

[9]) "In these days, union leaders wear two hats. First they hike wages in Detroit or Pittsburgh on the grounds that it will boost 'purchasing power'. Six months later they are down here badgering the Federal Reserve or the Treasury to create new money to float the whole mess off." *Fortune*, Sept. 1955, s. 84.

[10]) Jfr. t.ex. *Trends in International Trade, A Report by a Panel of Experts*, GATT, Geneva, October 1958, s. 60, där den moderna inflationen betecknas som en i växande grad "cost-push"-företeelse.

arten att en redan inträffad jämviktsrubbning framkallar flykt till sakvärden. I ett fullt sysselsatt samhälle måste ett sådant beteende ha sina speciella orsaker, medan däremot de under punkterna 1—3 nämnda institutionella subjektens normala beteenden kan bli påtagliga och fullt rimliga orsaker till uppkomsten av efterfrågetillskott.

**Inkomstmaximeringen[11])**

Tidigare spelade principen om vinstmaximering stor roll. Det var den, som ansågs vara drivfjädern för företagarnas ekonomiska handlande. Genom densamma skulle produktionsresurserna komma att fördelas på de mest lönande tillverkningarna, den bästa arbetsfördelningen nås, och en rörlighet i hela systemet vinnas, som antogs vara till gagn för den ekonomiska utvecklingen. Företagsinkomsten stod med andra ord i centrum för uppmärksamheten. Händelseutvecklingen i samband med depressionen i början av 1930-talet drog emellertid ett streck över självklarheten i företagsinkomstens existens, och det är helt naturligt, att sysselsättningsteorien i det nya läget skulle komma att betona nödvändigheten för sysselsättningen av återställd lönsamhet i företagen, ja, t.o.m. en mycket hög sådan, samt att utarbeta en teori härför.[12])

I det fullt sysselsatta samhället är emellertid varken vinstmaximeringen eller lönsamheten drivkraften framför andra i det ekonomiska skeendet. I deras ställe har trätt en allmän strävan till nominell *inkomstmaximering*. Visserligen är det den s.k. realinkomsten, som är målet, men så länge penninginkomsten är ett medel att nå detta mål,

---

[11]) Författaren är medveten om att hans användning av ordet maximera ur språklig synpunkt inte är oklanderlig. Innebörden är ju närmast att sätta spärr uppåt. Ordet skall dock här användas som teknisk term, i enlighet med anglosaxiskt språkbruk i ekonomisk facklitteratur, i betydelsen att göra störst möjlig.

[12]) Professor Alvin H. Hansen i *Monetary Theory and Fiscal Policy*, New York 1949, s. 112, hävdar, att investeringarnas otillräcklighet under 1930-talet i förhållande till den fulla sysselsättningens krav på produktionsutrustning gör, att det är en betydande marginal mellan försäljningspris vid fullsysselsättningsutbud och lägsta totala styckekostnad; "it means that we shall be compelled to operate for a period under conditions of high marginal cost with a wide spread between prices and total unit costs and with abnormally large profits. Labor would have to choose between accepting this situation or experiencing considerable unemployment".

är principen om inkomstmaximering på samma sätt som på sin tid strävan efter vinst och företagarinkomst, vilka bägge är monetära företeelser, nutidens allt överskuggande ledstjärna i ekonomien. Självfallet hänger detta ihop med samhällets sociala omvandling och den allmänna demokratiseringsprocessen, varom inte behöver ordas här. Det räcker med en erinran om huru inkomsttagarna under efterkrigstiden, i förut okänd utsträckning, överlag sammanslutit sig i intresseorganisationer. Det är också allmänt känt, i huru hög grad dessa organisationer kommit att bli bärare av sina medlemmars strävan till höjda inkomster.[13]) Viktig att få fastslagen är emellertid den avgörande roll inkomstmaximeringen spelar för händelseutvecklingen, det sätt varpå inkomsterna kan bringas att öka, verkningarna därav och möjligheterna att styra, kontrollera eller åtminstone moderera dem så, att eventuellt ogynnsamma eller oavsedda verkningar kan undgås eller mildras.

På ett område har den ekonomiska teorien sedan länge sysslat med följderna i olika hänseenden av medvetna strävanden att pressa upp inkomsterna, nämligen monopolens, på grund av den roll utbudsbegränsningen spelar i deras fall. Den nya tidens företag ser emellertid knappast på inkomstmaximeringen ur den rena monopolistens synvinkel. Storföretag, koncerner, truster, karteller och liknande sammanslutningar har helt naturligt inkomstmaximeringen som primärt syfte; det sätt varpå målet nås, d.v.s. via priserna eller kvantiteterna, är däremot säkerligen en andrahandsfråga.

Men även mindre företag och småföretagare, hantverkare o.dyl., vilka visserligen inte individuellt men dock genom sina näringsorganisationer kan påverka priserna för sina tillverkningar, behärskas av strävan till största möjliga inkomst. Jordbrukarorganisationerna följer samma riktlinjer.

Sedan länge är det erkänt, vilken stor roll fackföreningarna spelar för att få upp lönen. Denna är visserligen ett pris, men för löntagaren är det inkomsten, som är det väsentliga. I all synnerhet tjänar den fulla sysselsättningens politik uppgiften att skaffa avsättning för varje utbjuden arbetstimme.

Det senaste mäktiga bidraget till samhällets fackliga organisering är

---

[13]) Problem sammanhängande med denna omvandling har bl.a. behandlats i *World Economic Survey 1957*, New York 1958, ss. 4—9 och 21—62.

tjänstemannarörelsen, vars uppgift likaledes är att höja inkomsterna för sina medlemmar. Tjänstemannakategoriens starka tillväxt är väl till stor del att tillskriva de tekniska framstegen, specialiseringen, kunskapsbehoven etc., och nya tillskott till samhällsgruppen är förmodligen att emotse från specialarbetarnas led. För inkomstmaximeringens del har detta betydelse, enär tjänstemannalönen är att betrakta som en tidsbunden inkomst snarare än som ett styckepris.

**Inkomstmaximeringen i utrikeshandeln**

Samhället har således på ett sätt, som ännu för några decennier sedan inte alls var fallet, organiserats med ett bestämt syfte, nämligen att för sina medlemmar pressa upp inkomsten. När nu just denna princip fått så djupgående verkningar på det institutionella planet, att ekonomiens gestaltning och utveckling inom ett land avgörande influeras därav, ställer sig helt naturligt frågan, om principens giltighet upphör vid gränsen till andra länder. Gäller med andra ord andra motiv för utrikeshandeln än det, som är drivfjäder för det ekonomiska handlandet inom ett land? Eller förhåller det sig så, att inkomstmaximering liksom för de fackliga samhällsgrupperna är ledstjärnan även för det enskilda nationalhushållet i dess uppträdande gentemot andra folk? Är det en konkurrens mellan nationerna om inkomsterna i världsekonomien? Det förefaller så.[14])

Strävan kan helt naturligt inte vara annan för all den produktion, som avsättes på export, än för den tillverkning, som sker för hemmamarknaden, nämligen att därav få ut största möjliga inkomst. Det vore då endast en konsekvent tillämpning av den inrepolitiska principen om inkomstmaximering, om nationerna som ett slags fackorganisationer intresserade sig för den egna produktionsapparatens inkomsttjänande verksamhet på det internationella fältet. De har så mycket större anledning härtill, som importens omfång är beroende av exportens valutainkomster, och det är ju genom import, som fördel kan dragas av det internationella bytet.

Sedan gammalt och med rätta har den ekonomiska teorien lärt, att bättre arbetsfördelning och utjämning av naturens ojämna spridning

[14]) Se Küng, E.: *"Neomerkantilismus in der Zahlungsbilanzpolitik"* i *Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Festschrift für* Alfred Amonn, Bern 1953, s. 335 ff.

av naturtillgångar m.m. nås med internationellt byte, men detta byte är en långt ifrån alltid realiserad möjlighet för alla länder. För vart och ett gäller det nämligen först och främst att gripa den chans, som finns inom räckhåll, genom att skaffa sig medel att finansiera en önskad import. Det, varemot man säljer i internationella sammanhang, är emellertid valutor, och det, varmed man köper, är likaledes valutor. Intresset av att driva upp exporten för att skaffa inkomster i form av valutor är därför påtagligt nog. För att ytterligare accentuera värdet av det internationella bytet bör så gynnsamma bytesvillkor som möjligt eftersträvas. För att uttrycka saken tillspetsat går det hela ut på att "sälja dyrt och köpa billigt". Den reala förtjänsten av utrikeshandeln är den, som verkligen eftersträvas, precis på samma sätt som fackföreningsmedlemmen frågar efter realinkomsten av sin lön, inte den stora penninginkomsten, oberoende av vad som står att köpa för den. Och på samma sätt som denne i penninginkomsten ser ett medel att nå en stor real köpförmåga, en hög standard, ser nationen och dess centrala instanser i ökande valutainkomster ett medel att betala en växande importmängd i syfte att draga största möjliga fördel av det internationella bytet.

Det, som på det inhemska planet kommit inkomstmaximeringen att spela så stor roll för den ekonomiska utvecklingen, är kampen om fördelningen av produktionsresultatet. Det vore föga realistiskt att blunda för, att det finns en fördelningsfråga även i världsekonomien, där nationerna så att säga spelar rollen av intresseorganisationer, och där de uppnåeliga fördelarna av det internationella bytet står att få genom maximering av valutainkomsterna. Ett land, t.ex. Sverige, vill ha så mycket betalt som möjligt för sitt papper för att exempelvis kunna köpa så mycket kaffe som möjligt, och ett annat, t.ex. Brasilien, vill ha mesta möjliga betalt för sitt kaffe för att kunna köpa så mycket papper som möjligt, därför att inom bägge länderna inkomstmaximeringen kräver största möjliga kvantitet kaffe och papper för att ge realt innehåll åt de växande inkomsterna.

Den fulla sysselsättningens samhälle får följaktligen antagas vara behärskat av strävan att maximera inkomsterna inte endast på det inhemska utan även på det internationella fältet. Principen är genomgående, och ingenstädes synes en påvisbar spärr eller annat hinder än trögheten finnas för strävan att stegra inkomsterna. Strävan är allmän.

Den gäller för samhällsgrupper och enskilda inom ett land. Den gäller för hela länder på det internationella planet. Härav följer, att det finns behov av ett medel att begränsa inkomstutvecklingen uppåt. Det är emellertid inte tillräckligt, om än i och för sig riktigt, att inkomsterna inom ett land inte får stiga mer än internationellt är fallet. Även en allmän internationell inkomststegring, som äger rum i samma takt inom alla länder, behöver en regulator. Det är den rollen, som guldet och det fasta guldpriset som bas för penningsystemet tidigare spelat. Den rollen kan det även fortsättningsvis spela, om ekonomiskt ledande länder fasthåller vid det fixerade guldpriset och andra länder kommer att inrikta sig på att upprätthålla sina valutors pariteter. Det är den därvid uppkommande problematiken, som skall skärskådas i det följande.

# *Guldpriset som betingelse för inkomstutvecklingen*

**Valet av betingelse**

Det kan i första ögonblicket synas föga rationellt att söka inom viss ram begränsa den möjliga inkomstutvecklingen genom att fota penningväsendet på en fastlagd guldparitet. Den metalliska myntfoten är emellertid historiskt framvuxen, och sambandet med det förflutna är alltid ett skäl, som talar emot en nyordning. Trots detta kan det tyckas ligga närmare till hands att gå rakt på sak och bestämma och reglera inkomsterna direkt. Teoretiskt sett kan många möjligheter i den vägen tänkas för ett enskilt land likaväl som för en sammanslutning av länder. Man kan t.ex. gå in för en över längre eller kortare tid oförändrad inkomstsumma eller för en med hänsyn till ökat antal inkomsttagare anpassad, årligen förhöjd sådan. Till den senare skulle kunna läggas ett årligt tillägg till inkomsterna med en procentsats, som avpassats efter en beräknad real ökning av mängden nyttigheter.[1]) Naturligtvis skulle det också kunna tänkas en rent godtyckligt vald procentsats, t.ex. för att tillgodose behovet av skatteinkomster eller någon eller några politiskt starka samhällsgruppers särskilda krav på inkomsthöjningar. Tänkbart vore också att helt enkelt fixera en viss procentsats enhetligt per år över en period av fem, tio år e.dyl., varigenom den fullständiga principlösheten kunde undvikas. När allt kommer omkring, är det ur vetenskaplig synpunkt ändå fråga om ett ganska godtyckligt val antingen det gäller att hålla ett metallpris eller någonting annat. Varken i den vetenskapliga teorien eller den praktiska verkligheten har dock sedan den ståndsmässiga bärgningens tid en direkt reglering av inkomsterna valts till uttalad arbetshypotes.

Allmän priskonstans, oförändrade levnadskostnader el.dyl. är däremot en penningpolitisk målsättning, som i penningvärdebevarande syfte utvalts på förmodat rationella grunder och omfattats med bety-

[1]) I sin bok, *Penningpolitikens mål*, Malmö 1929, diskuterar professor Erik Lindahl dessa alternativ, särskilt ur teknisk synpunkt. Se ss. 67—73.

dande intresse. Det förefaller vädja mera till förnuftet att i centrum för uppmärksamheten ställa penningenhetens köpförmåga mot en hel grupp eller ett genomsnitt av förnödenheter i stället för en enda metall. Den köpande allmänheten har ju ett direkt och omedelbart intresse av de produkter, som den *önskar* köpa. Förmodligen har den det i högre grad än av det medel, varmed den *kan* köpa dem. Helt naturligt är det då den så definierade köpkraften hos penningen, som skjuts i förgrunden för intresset, medan frågan om själva inkomstutvecklingen förvisas till en mera undanskymd plats. Förutsatt att man icke är beredd att överlämna uppgiften att begränsa möjligheterna till förvärv av knappa produkter till ett mer eller mindre utbyggt ransonerings- och regleringssystem, är emellertid inkomstutvecklingen knappast en mindre viktig sida av penningpolitiken och kan svårligen lämnas utan medveten övervakning. I vilken utsträckning man bör eftersträva att förena önskemål av detta slag med det om allmän priskonstans blir naturligtvis i sista hand en avvägningsfråga. Det är emellertid tydligt, att intetdera lämnar det andra helt oberört.

**Prisnivån som betingelse**

I en år 1955 publicerad offentlig utredning har frågan om "norm för penningvärdet" i Sverige diskuterats.[2]) Några av de där framförda tankegångarna förtjänar såsom bidrag till penningteorien att närmare beröras. Den "norm för penningvärdet", som förordas, är att hålla detaljprisnivån stabil, att "bevara kronans köpkraft i konsumenternas händer".[3]) Det bör emellertid observeras att för icke-löntagares inkomster prisernas höjd är en avgörande faktor. Redan i tillämpningen av en "norm" av detta slag måste således ligga ett inkomstreglerande moment för vissa inkomsttagare. Detta framgår också av en del i utredningen förda resonemang om "normens" närmare tillämpning. Sålunda anses principen om den oförändrade detaljprisnivån inte kunna upprätthållas inför bl.a. 1) förändringar i indirekta skatter och subventioner, 2) växlingar i det inhemska skördeutfallet, 3) extraordinär varuknapphet och 4) förändrade import- och exportpriser. Detta är ur inkomsttagarsynpunkt detsamma som att efter annan "norm" än den god-

[2]) *Om Riksbankens sedelutgivningsrätt, Statens Offentliga Utredningar* 1955: 43.
[3]) a. a., s. 66. Se för det följande ss. 66—70.

kända behandla 1) statens inkomstbehov, 2) jordbrukarbefolkningens inkomster, 3) inkomstbildningen under extraordinära förhållanden (t.ex. krig) och 4) inkomsterna i utrikeshandeln.

Höjningar av lönenivån anses inte få rubba prisnivån. Därmed blir inkomstbildningen för löntagarna i viss mån reglerad. Eventuellt skulle utrymme kunna ges åt lönenivåns lyftning, utan att prisnivån höjdes, om en justering av andra inkomster i reducerande riktning vidtoges. Regleringen skulle alltså främst träffa de andra inkomsttagare, vilkas inkomster beror av prisutvecklingen, d.v.s. främst företagare. Härigenom lämnas visst utrymme för omfördelning av inkomsterna.

Monopolprissättning anses givetvis inte heller få äventyra prisnivån. Eftersom monopolen emellertid enligt sin natur är frihetsinskränkande för andra parter, ligger i deras fall en lagstiftning till skydd för dessa parters frihet och konkurrensens upprätthållande närmare till hands än penningpolitiska åtgärder i prisreglerande syfte. Monopolen måste betraktas som ett specialfall, som därför kan lämnas åt sidan.

En ytterligare mycket viktig komplikation är förändringar i produktionens effektivitet. I detta hänseende tänker sig utredningen två möjligheter. Endera skulle prisnivån få variera i omvänd proportion till produktiviteten, eller också skulle penninginkomsterna få höjas vid oförändrad prisnivå. I förra fallet förutsättes då, att inkomstsumman hålles oförändrad, i det senare att den får ökas blott så mycket, att prisnivån inte ändras.[4]) Reglering av inkomsterna blir i bägge fallen oundviklig och prisnivåns utseende i själva verket *resultat* av det sätt, varpå inkomsterna regleras. Inkomstregleringen blir det primära, prisnivå och penningvärde följdföreteelser. Därmed är det inte längre möjligt att tala om "norm för penningvärdet" som självständig princip men väl däremot om prisnivån som betingelse för inkomstutvecklingen.

Ur politisk synvinkel är det, som kanske främst bör eftersträvas, en inkomstutveckling, som kan förena ett betydande mått av frihet i strävan att höja inkomsterna med förtroende för pengarna. Detta är avgjort något annat än att konstruera en "norm för penningvärdet" i prisnivåtermer.

Eftersom det här gäller en fråga, där den praktiska tillämpligheten spelar stor roll, måste den ses inte enbart ur vetenskaplig utan också

[4]) a. a., ss. 68 och 69.

ur politisk synvinkel. En fast prisnivå är för politikerna minst av allt ett problemfritt komplex. Det går inte att komma ifrån, att många men inte alla inkomsttagares inkomster regleras av en sådan målsättning. Erfarenheter har dessutom kunnat göras av de svårigheter, som är förenade med upprätthållande av en fast prisnivå, likaväl som av de konsekvenser därav, som uppstår för vissa inkomsttagare. I en mera inflationsbetonad utvecklingsfas är det fullt förståeligt, om tendenser träder i dagen att söka hålla nere det för penningvärdet viktiga prisindexet. Olika medel härför är möjliga.

Kontroll och regleringar av priser i nedhållande syfte med konsekvenser för ur priserna härledda penninginkomster är ofta anlitade medel härför. Vissa s.k. strategiska priser, t.ex. hyrorna, kommer lätt i särskilt utsatt läge och låses ofta för långa tider. För den icke obetydliga grupp av inkomsttagare, som fastighetsägarna är, innebär detta reglering av deras inkomster i nedhållande riktning, vilket inte kan undgå att återverka bl.a. på avkastningen av fastighetsinteckningar. Räntan kommer därigenom kanske väl ensidigt att framstå som en kostnadsfaktor, som det just ur penningvärdebevarande synpunkt syns angeläget att hålla nere till förfång för räntetagarna. Räntan dras således också in i prisregleringen. Förståelig är även strävan hos enskilda personer och grupper att med hjälp av indextillägg till egna inkomster kompensera sig för en av olika skäl förorsakad fördyring. Ett allmänt spritt indexsystem är emellertid under angiven förutsättning för prisnivåns del förmodligen en försämring snarare än en förbättring av situationen. Det s.k. indextänkandet är därför ett ytterligare problem ur prisnivåsynpunkt.

Under lugna tider med mera ostörda produktionsförhållanden ändrar problemet karaktär.[5]) Den moderna tekniken byggd på massproduktion har då goda möjligheter att tillhandahålla ett lämpligt sammansatt varusortiment till stabila priser, som kan ingå i ett för penningvärdet avgörande prisindex. Prisstabiliseringen ger emellertid i sin tur upphov till stora inkomster för de producenter, som kan utnyttja fördelarna av massframställning. Möjligheter att betala höga och stigande löner har självfallet också verkan att suga arbetskraft över från mindre inkomst-

[5]) Professor Wilhelm Röpke har i två artiklar, *"Der Preis der Prosperität"*, i *Neue Zürcher Zeitung* den 17 och 18 mars 1956 riktat uppmärksamheten på just detta problem.

bringande företag och att över huvud taget höja hela lönenivån. Mindre mekaniserad men därför inte mindre nödvändig produktion, t.ex. viss livsmedelsframställning, hantverk, tjänster m.m. tvingas kompensera sig för arbetskraftens fördyring genom prishöjningar, som inte alls eller blott ofullständigt kommer till uttryck i index.

Oberoende av tidsläge tenderar målsättningen om fast prisnivå lätt att påverka inkomstbildningen skönsmässigt. I inflationstid regleras inkomsterna i nedhållande riktning för inkomsttagare från priser, hyror och räntor och i lugnare tider pressas de uppåt främst för massproducenter och av dessa beroende inkomsttagare, medan inkomsterna urholkas för dem, som är i behov av särskilt mycket personliga tjänster m.m., t.ex. åldringar, sjuka och barn. I den mån det blir fråga om att utnyttja annan arbetskraft än den egna, kan det sägas, att de höga och stigande arbetsinkomsterna äter upp sig själva, samtidigt som deras realvärde obestridligen stiger i fråga om de massproducerade varorna. Även om här endast några korta antydningar gjorts, framgår det dock, vilka politiska svårigheter ett förverkligande av den fasta prisnivån ger upphov till i olika tidslägen.

När det heter, att politik är det möjligas konst, ligger däri nödvändigheten att taga hänsyn till en rad faktorer, som ur ideala vetenskapliga synpunkter kan synas vara ytterst irrationella. Inte minst de internationella förbindelserna försvårar därtill i hög grad försök att reglera inkomsterna över hela fältet. Vad som blir avgörande för skeendet måste därför alltid i sista hand bli det, som är politiskt godtagbart för tillräckligt många eller tillräckligt stora kategorier av människor och folk.

### Frihetskravet

En reglering av inkomsterna är politiskt motbjudande kanske framför allt därför att den uppfattas som frihetsinskränkande. Frihet för inkomstbildningen betraktas som något önskvärt, som politikerna knappast är beredda att annat än under speciella förhållanden begränsa. Dessutom kräver principen om likhet inför lagen, att fri inkomstbildning måste gälla för alla medborgare eller också inga. Det ligger givetvis annorlunda till med en allmän målsättning. Denna kan accepteras frivilligt och dess konsekvenser godtas, utan att detta upp-

fattas som frihetsbegränsande på samma sätt som en direkt reglering. Ett önskemål med målsättningen är dock, att den kan vara allmängiltig och inte behöver förses med undantagsbestämmelser. I senare fallet skulle ju innebörden redan från början vara ett erkännande av att den inte anses kunna realiseras i alla avseenden. Ett annat önskemål är, att den kan stå över varje partitagande. Det torde emellertid stå klart, att principen om prisnivåns konstans i betydande mån förutsätter skönsmässig reglering av inkomsterna och inte heller i viktiga avseenden konsekvent kan upprätthållas, liksom att den inbjuder till politiskt partitagande. I stället för att söka lösningen av penningvärdeproblemet i försök att styra prisnivån kan det således vara bättre att söka förverkliga en godtagbar penninginkomstutveckling.

Det har i föregående kapitel gjorts gällande, att det moderna samhället med dess fulla sysselsättning och dess intresseorganisationer behärskas av strävan att höja penninginkomsterna. Det får följaktligen anses realistiskt att räkna med en på djupet gående tendens till ökning av de samlade inkomsterna. Den fråga, som enligt vad här framhållits dock icke med särskilt anspråk på vetenskaplighet kan besvaras entydigt, är frågan om den takt, i vilken dessa får eller bör öka. Valet av stegringstakt är godtyckligt, men självfallet på intet sätt likgiltigt ur andra synpunkter än vetenskapliga, t.ex. moraliska eller politiska. Anses det av de senare skälen, att alltför häftiga ökningar bör undvikas, men att en oförändrad inkomstsumma är olämplig i ett växande samhälle, reduceras frågan till att bli en fråga om moderation i ökningstakten.[6]) När och om denna vunnits, kan också den prisnivå och det penningvärde, som följer därav, accepteras. Den stora fördelen ur politisk synvinkel blir då, att detaljreglering av inkomsterna kan undvaras och både pris- och lönebildning vara fria.

Det är just i detta hänseende anknytning av penningväsendet till guldet ger möjligheter, som andra organisationsformer saknar. I stället för reglerande ingrepp mot ett stort antal varupriser m.m. är det blott en enda vara, vars pris fixeras genom samhälleligt beslut. Vad som ur

---

[6]) Jfr. HANSEN, A. H. om *"The Right Amount of Money"*:

"But extreme conservatives are as mistaken as the monetary cranks. Afraid of monetary 'tinkering', they become monetary 'prohibitionists'. Yet what is required is 'temperance' — the pursuit of Aristotle's golden mean applied to monetary management." *Monetary Theory and Fiscal Policy*, NEW YORK 1949, s. 18.

en synpunkt — önskemålet att mäta eller hindra prisnivåns förändringar — läggs detta system till last är ur den andra synpunkten — att i görligaste mån undvika ingrepp i inkomstbildningen — just den stora fördelen. Det är ju inte mer än en enda grupp av inkomsttagare, nämligen guldproducenterna, som nödgas se sina inkomster reglerade. Helt och hållet låsta till sin storlek blir dessa dock icke, ty i den mån guldproducenterna kan öka sin produktion, får också de större inkomster. Guldproduktionens kvantitativa ökning blir således i detta fall ensam bestämmande för inkomstutvecklingen — men blott hos en enda grupp av inkomsttagare. Eftersom varken priser eller produktion på andra områden är reglerade, blir andra inkomsttagares inkomster inte reglerade av guldproduktionen. Det är endast penningväsendets organisation, som får sin grund lagd genom prisfixeringen på guld, och den därav följande konsekvensen för guldproducenterna är en nackdel (eller eventuellt en fördel) ur deras synpunkt, som dessa såsom undantag från den allmänna frihetsregeln får finna sig i för det ur helhetens synpunkt vida viktigare syftet att finna en metod att kontrollera inkomstutvecklingen överlag.

**Guldpriset som betingelse**

Vore det så, att det funnes en fast relation mellan de årliga tillskotten av monetärt guld och det procenttal, varmed inkomstsumman kunde stiga och verkligen steg, vore den senare givetvis också i ordets egentliga mening reglerad av guldproduktionen. Den vore tillika objektivt bestämd i den meningen, att ett avgörande inflytande utövades av andra faktorer än rent ekonomiska, t.ex. tekniken att producera guld och tillkomsten av nya guldfynd etc. Den vore därtill godtyckligt reglerad, därigenom att den bestämdes av så oberäkneliga faktorer som dessa. Både betalningssystem och kreditväsende, med vars hjälp inkomstutvecklingen kan påverkas, är emellertid elastiska. Ett stelt samband mellan guldet och inkomsterna är därför inte för handen. Givetvis är därmed inte sagt, att sambandet är obefintligt. Graden av elasticitet eller stelhet är en fråga om den politik, som förs på det internationella såväl som det nationella planet. Det är handlingssättet, de åtgärder som vidtas, kort sagt den förda politiken, som blir avgörande för sambandets utseende, men självfallet blir varje princip me-

ningslös, om den inte respekteras, och principen är ju att hålla guldpriset.

Det är i själva verket någonting väsentligt detta, att anknytningen till guldet kan framtvinga den moderation i inkomstutvecklingen till försvar för guldkassa och guldpris, som det kan finnas välgrundad anledning tro icke skulle ådagaläggas — den förutan.

De länder, som valt att basera sitt penningväsen på guldet, har därmed för egen del träffat det skönsmässiga valet av betingelse för inkomstutvecklingen. Förmodligen behöver det inte möta särskilt hög grad av självövervinnelse att erkänna, att det är ett godtyckligt val. Detta är nämligen gjort medvetet för att få en fast punkt att bygga det finansiella systemet kring. Godtycket är dock i detta fall knappast större än det är vid val av konstant prisnivå som mål. Vad som däremot är viktigt är, att guldpriset inte godtyckligt ändras, d.v.s. i praktiken inte höjes, ty därigenom skulle dess återhållande verkan på inkomstutvecklingen upphävas. Principens innehåll bleve ju förändrat. Inte heller i detta hänseende företer emellertid prisnivåns konstans andra egenskaper. Även i dess fall skulle innehållet bli ett annat efter en engångsförskjutning uppåt eller nedåt.

# *Likviditeten och pengarna*

Det är via den finansiella apparaten, som ett fast guldpris kan verka begränsande på den möjliga inkomstutvecklingen. Försörjningen med pengar intar nämligen en central ställning för frågan om inkomsterna och den fulla sysselsättningen. Stat, kommuner, arbetsmarknads- och näringsorganisationer, företag m.fl. kan efterfråga pengar aldrig så mycket för sina utgifter. Det är dock den finansiella apparaten med centralbanken i spetsen, bankväsen och statsskuldförvaltning m.m., som svarar för tillgången därpå. I nutida samhällen är de organ skilda åt, som har att avgöra, vad det slutliga resultatet blir för penningförsörjningens del. Vissa av dem önskar tillgodose strävandena till inkomstmaximering och full sysselsättning och göra penningförsörjningen riklig. Andra har till uppgift att hålla tillbaka penningtillgången i valutaparitetens och den allmänna stabilitetens intresse. Vad de penning- och kreditvårdande organen tillämpar för principer därvidlag, skall därför belysas med tanke på de krav guldparistandarden ställer.

Både här och i det följande anlitas ordet penningförsörjning för att beskriva en politik eller ett tillstånd med en penningtillgång av visst slag, t.ex. riklig eller knapp. På det hela taget torde inga missförstånd behöva uppkomma av den anledningen, att mindre skarpt avgränsade men allmänt vedertagna termer kommer till användning i språket. Det sammanhang, i vilket de förekommer, gör det i allmänhet klart, vad som avses därmed. Emellertid är det en fördel ur den kommande framställningens synvinkel att litet närmare granska de båda komponenterna i ordet penningförsörjning och deras innebörd. Vad skall för det första förstås med pengar, och vad är innebörden av riklig eller knapp försörjning? Det förra är en formell fråga om gränsdragning mellan olika slag av tillgångar med penningfunktioner. Det senare är en fråga om de olika tillgångarnas relativa grad av likviditet.

Läroböckerna i nationalekonomi brukar framhålla som första krite-

rium på pengar förmågan att slutgiltigt bringa en skuld ur världen, d.v.s. att vara lagligt betalningsmedel. Vissa typer av tillgångar äger emellertid på grund av sedvänja samma förmåga, utan att detta formellt bekräftats av lagstiftningen, och fyller därigenom på ett utpräglat sätt en penningfunktion. Har de dessutom andra sådana, t.ex. cirkulationsförmåga, står de så nära de lagliga betalningsmedlen, att det blir en smaksak, om de kallas pengar eller inte. Det har därför blivit vanligt att till pengar räkna sedlar och mynt samt bankinsättningar utan och med viss uppsägningstid. Härtill bör rätteligen läggas postgirotillgodohavanden. Det är också tänkbart att reservera ordet pengar enbart för det lagliga betalningsmedlet, i regel sedlar och mynt, och kassamedel eller kontanter för det vidare penningbegreppet.[1]) Det spelar emellertid knappast stor roll, vilket som görs, och distinktionen behöver inte upprätthållas med alltför mycken stränghet. Viktigare är emellertid, att det dessutom beror på vem innehavaren är, hur en tillgång skall klassificeras ur penningsynpunkt.

**Den interna likviditeten**

En beskrivning av penningförsörjningen såsom aktiv verksamhet från de penningvårdande organens sida i syfte att skapa riklighet eller knapphet på pengar fordrar belysning av likviditetsbegreppet. Riklig penningförsörjning ger nämligen i och för sig hög likviditet och knapp sådan låg. Likviditet hos en tillgång är närhet till eller nära utbytbarhet mot pengar.[2]) Det är den grad av lätthet, varmed tillgångar kan inväxlas i eller utbytas mot sådana med högre likviditetsgrad, t.ex. kassamedel i nyssnämnda vidare mening och pengar.

De flesta interna tillgångar kan med tanke på sin inlösbarhet, utbytbarhet eller säljbarhet ordnas i en rangskala efter sin närhet till pengarna och skulle då komma i ungefär följande ordning. Sedlar och mynt är härvid det enda slag av tillgångar, som betecknas som pengar.

Tillgångstyperna och deras vanligaste innehavare är följande:

---

[1]) Se t.ex. HART, A. G.: *Money, Debt, and Economic Activity*, NEW YORK 1948, s. 5 not 3, där kassamedel anges innefatta "money plus bank deposits".

[2]) HART, a. a., s. 55, använder ordet "moneyness".

| *Tillgång* | *Huvudsakliga innehavare* |
|---|---|
| 1. Girotillgodohavanden i centralbanken | Stat, banker |
| 2. Bankinsättningar och postgirotillgodohavanden | Kommuner, företag, privatpersoner |
| 3. Skattkammarväxlar | Banker, finansinstitut, företag |
| 4. Privata växlar | » » » |
| 5. Stats- och kommunalobligationer | Banker, försäkringsbolag, privatpersoner |
| 6. Privata obligationer och förlagsbevis | » » » |
| 7. Aktier och delägarbevis | Privatpersoner, företag |
| 8. Inteckningsreverser | Banker, sparbanker, hypoteksinrättningar |
| 9. Övriga reverser | Banker, privatpersoner |
| 10. Fastigheter | Företag, privatpersoner |
| 11. Varulager | Företag |
| 12. Inventarier | Företag |

I fråga om de fem sistnämnda kan den inbördes ordningen alltid diskuteras, men för de sju första är den ganska vedertagen.

Det som gör centralbanksgiron, postgiron och bankinsättningar lika med pengar är, att de i praktiken alltid kan utbytas mot sedlar och mynt till pari, d.v.s. till det nominella belopp, varpå de lyder. Denna typ av likviditet kan benämnas *kontinuerlig*. I varje ögonblick är tillgångarna ifråga likvida.

Växlar, obligationer, förlagsbevis och reverser inlöses endast på angivna förfallodagar. Då likviditeten i detta fall inträder vid bestämda tidpunkter, kan den lämpligen kallas *punktlikviditet*.[3])

Punktlikvida tillgångar kan emellertid göras kontinuerligt likvida, d.v.s. deras grad av likviditet kan höjas genom börsmässig handel dock endast mot frångående av villkoret om inlösen till pari.[4]) För aktier är en på detta sätt framkommen kontinuerlig likviditet det normala, och detsamma kan i allt väsentligt sägas vara fallet med obligationer, förlagsbevis och i vissa fall skattkammarväxlar men mera sällan med privata växlar och reverser. Realtillgångar såsom fastigheter, inventarier och varulager får genom handel ett visst mått av kontinuerlig likviditet.

Distinktionen mellan kontinuerlig och punktvis likviditet framträder

[3]) Termen är hämtad från professor Ingvar Svennilsons arbete, *Ekonomisk Planering*, Uppsala 1938, s. 172 ff.

[4]) Hart, a. a., s. 57, använder termen "shiftability" för en likviditet, som inte ger säkerhet ifråga om priset. Han betecknar denna som en lägre likviditet.

måhända mera som formell än reell och suddas i viss mån ut genom marknadens mellankomst, men det är tydligt, att skillnaden kan bli väsentlig, om hänsyn tages till avvikelserna från parivillkoret. Graden av likviditet för punktlikvida tillgångar är influerad av de kursrisker dessa löper, och därvidlag spelar spekulationen roll. Förväntningarna om framtiden och osäkerheten om denna med avseende på både tillgångarnas kapitalvärde och deras avkastning har därför betydelse för likviditetsgraden. Om t.ex. marginalen mellan det högsta och lägsta pris, som kan erhållas för en dylik tillgång, är betydande eller oviss, sjunker säljbarheten. Detsamma blir givetvis fallet, om tillgången av någon anledning är under tvång att säljas på bestämd tidpunkt. Omvänt ökas likviditetsgraden av pris- och kursstabilitet samt valfrihet i fråga om försäljningstidpunkt.

Förutom typ och närhet till pengar måste likviditeten bedömas med hänsyn till den, som innehar eller äger tillgångarna. De innehavare, ur vilkas synpunkt det här är aktuellt att studera likviditeten, är, internt sett, det offentliga, banker, företag och privatpersoner. Externt, d.v.s. i förhållande till utlandet, är det centralbanker och med dem samarbetande organ, t.ex. valutautjämningsfonder och privatbanker med utlandsförbindelser.

I allmänhet är likviditeten ingen väsentlig fråga för det offentliga, såsom *stat och kommun.* Beskattningsrätt och i regel goda lånemöjligheter, som t.o.m. kan erhållas i centralbanken, gör, att egentligen endast transaktionsmotivet för kassahållning behöver beaktas. De likvida tillgångarna har i regel formen av tillgodohavanden på giro i centralbanken eller bankinsättningar. Vid behov anlitas upplåning mot skattkammarväxlar eller eventuellt reverser för att stärka likviditeten.

Helt annorlunda ställer sig saken för *privatbankerna.* För dessa är likviditeten en stor fråga, där det gäller att balansera kravet på stor likviditet av bl.a. säkerhetsskäl mot fordran på inkomstbringande placeringar och minsta möjliga räntelösa eller räntelåga tillgångar. För bankerna är sedlar och mynt samt girotillgodohavanden i centralbanken pengar eller kassamedel. Skattkammarväxlar och privata växlar kan i regel förvandlas till kassa och står i likviditetshänseende nära pengarna. Därefter kommer stats- och andra obligationer, som är mera utpräglat punktlikvida men kan göras likvida mot kursrisk, medan reverser praktiskt taget endast är punktlikvida med längre eller kortare

intervaller och därför inte har någon hög grad av likviditet. Privatbankernas likviditet, antingen i form av deras kassareserver eller dessa plus övriga likvida tillgångar, främst skattkammarväxlar och statsobligationer, är det viktigaste instrument, på vilket penningpolitiken spelar.

De likvida medlen är för *företagen* nästan helt och hållet bankinsättningar och postgirotillgodohavanden. Sedlar och mynt kommer naturligtvis till användning för löne- och en del andra utbetalningar, men kontantkassor av det slaget spelar en underordnad roll. Däremot är varulagren en viktig likviditetsbestämmande faktor. Andra värdeinstrument, såsom växlar, obligationer, aktier etc., förekommer visserligen som likviditetsreserver men ganska ojämnt.

Det är framför allt *privatpersoner*, som håller sedlar och mynt som likvida medel. Därtill har de bankinsättningar och postgirotillgodohavanden i stor omfattning. Av de andra slagen av tillgångar innehar de obligationer, aktier, fastigheter och reverser men praktiskt taget aldrig skattkammarväxlar.

Det är således olika slag av tillgångar, som de olika grupperna av innehavare håller sig med för att tillgodose sin likviditet. Detta betyder dock inte, vare sig att rangordningen dem emellan ändras, eller att en likvid tillgång, t.ex. skattkammarväxlar, inte skulle behålla sin höga likviditetsgrad, om den innehades av t.ex. en privatperson. Det är bara så, att det utbildat sig vissa sedvänjor i fråga om val av likviditetstyp, som gör, att alla slags tillgångar inte förekommer hos alla grupper av innehavare. Hur likviditeten därför ser ut hos dessa har stor betydelse för möjligheterna att bedriva penningpolitik och för de resultat denna ger. Huvuddragen av den interna likviditeten är därmed skildrade och visar tillgångarna med de egenskaper, som gör dem likvida, deras ställning och utbytbarhet i förhållande till varandra samt varmed olika innehavare bygger upp sin likviditet.

### Den externa likviditeten

Den externa likviditeten, d.v.s. i förhållande till utlandet, säkras med andra tillgångar och omhänderhas av andra organ, främst centralbanken. Guld och valutor är i detta sammanhang de egentligen enda likvida medlen, medan interna tillgångar har låg eller ingen likviditet

alls. Några ord behöver här sägas om valutorna som likvida medel. Hela det stora problemkomplexet om guldet, valutorna och den internationella likviditeten får emellertid sin utförliga behandling i det följande, varför valutornas ställning i likviditetshänseende här endast skall tangeras.

Som valutor betraktas i regel fordringar i andra länders myntslag, om de är inlösbara i guld till pari inom angiven kort tid. Då är de likvida och kan för centralbankerna tjänstgöra på samma sätt som guldet till att reglera saldi i betalningsbalansen. De allra flesta centralbanker håller därför valutor i sina kassor. Det är emellertid ett viktigt faktum att lägga märke till, att Federal Reserve System i Förenta Staterna inte håller utländska valutor, och att i den mån andra offentliga finansinstitut därstädes innehar sådana, likställs dessa med utlåning till utlandet. I Schweiz godtas i guld konvertibla valutor som "Deckungsfähige Devisen" för sedeltäckningsändamål och har på senare tid brukat ingå i guld- och valutareserverna till 5 à 10 procent. I andra länder åter ingår valutor med växande andelar i de internationella reserverna. Påtagligast är detta inom sterlingområdet, där dess olika medlemmar utom Storbritannien framför allt har pund sterling som sitt internationella betalningsmedel.

Frågan är nu, om bruket att hålla valutor skall anses vara en metod att stärka likviditeten? För en enskild centralbank, som ökat sitt valutainnehav, är den likvida ställningen avgjort förbättrad. Men är då inte den valutaskapande utländska centralbankens likvida ställning i motsvarande mån försämrad? Problemet är precis detsamma som med en stat, som ger ut mera skattkammarväxlar. Bankernas likviditet förbättras, men hur blir det med statens? Formellt är den naturligtvis försämrad, men i praktiken förhåller det sig knappast så. På samma sätt kan det sägas, att så länge valutor kan inlösas i guld och de facto blir inlösta vid anfordran, kan de öka likviditeten. Skulle emellertid förtroendet till den valutautgivande centralbankens inlösenförmåga rubbas, kan naturligtvis den externa likviditeten snabbt försämras. Detta är en fråga av allra största vikt, och så långt ifrån att vara ett teoretiskt spörsmål,[5]) är det ett med både aktualitet och praktisk bety-

---

[5]) Jfr. Triffin, R.: *The Future of the European Payments System, Wicksell Lectures 1958*, Stockholm 1958, s. 35. "Net U.S. reserves — gold *minus* dollar balances —

delse för främst FÖRENTA STATERNA men även STORBRITANNIEN. Det är nämligen just dessa länder, som hittills varit i det läget, att de kunnat skapa valutor. När det därför blivit brukligt på senare tid att lägga ihop guld och internationella valutor, är det formellt sett otvivelaktigt fråga om en dubbelräkning, men ur likviditetssynpunkt får det anses försvarligt att göra så. Såväl guld som internationellt gångbara valutor är följaktligen likvida medel för en centralbank. Inkonvertibla valutor däremot är närmast en form för tillfällig utlåning och med ringa likviditet. Se härom mera nedan kapitlen 6 och 12.

I korthet skall här vidare framhållas den förändring den externa likviditeten undergått med det internationella penningsystemets utveckling från guldmyntfot över managed currency till guldparistandard. Likvida tillgångar var tidigare nästan endast guld. Under managed currency rådde stor oklarhet om vad en centralbanks likvida tillgångar egentligen var för något, och detta kom bl.a. till synes i åtgärder att överföra guldet till valutautjämningsfonder. Det är först under guldparistandarden, som en medveten utbyggnad av valutabeståndet ägt rum. Några siffror för guld- och valutatillgångarnas utveckling kan bättre än ord skildra, vad som hänt under de två sistförflutna decennierna. Siffrorna i miljoner dollars.

**Utvecklingen av världens guld- och valutatillgångar 1937—1957**

*Källa: International Financial Statistics.*

| År | Guld | % | Valutor | % | Totalt | % |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1937 | 25.250 | 92 | 2.250 | 8 | 27.500 | 100 |
| 1957 | 38.600 | 62 | 23.600 | 38 | 62.200 | 100 |

Valutornas andel i den mer än fördubblade totalsumman av internationella betalningsmedel har således vuxit från 8 till 38 procent, och ingenting säger, att den inte kan fortsätta att växa och därmed öka de likvida tillgångarna för centralbankerna, så länge förtroende finns till de valutaskapande nationerna och organen.[6])

have thus dropped by about $ 10 billion, or more than three fifths, from $ 16 to $ 6 billion from the end of 1949 to the end of 1957, while dollar balances increased from $ 2 billion in 1938 to $ 8 billion 1949 and $ 16 billion in 1957."

[6]) Förslag har, när detta skrives, framlagts om höjning av kvoterna i INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN.

Såväl internt som externt är det i guldparistandarden således möjligt att påverka likviditeten via penningförsörjning och valutatillskapande. Aktiviteten därvidlag är den inhemska penningpolitiken och den internationella valutapolitiken.

I den efterföljande framställningen skall det externa likviditetsproblemet belysas med redogörelse för huvuddragen i guldparistandardens nuvarande organisation och de valutapolitiska problemen i samband därmed. Därefter skall det interna problemet behandlas, varvid den huvudsakliga uppmärksamheten riktas mot bankinsättningarna, statsskuldförvaltningen och centralbankspolitiken.

# *Guldpriset och den internationella likviditeten*

**En fast punkt**

Den 18 januari år 1837 fastställde FÖRENTA STATERNA det officiella priset för ett ounce troy fint guld till 20 dollars och 67 cents, sedan det dessförinnan med en mindre ändring 1834 varit 19 dollars och 39 cents sedan 2 april 1792. Det nya priset förblev oförändrat i nära hundra år till 31 januari 1934, då PRESIDENTEN med stöd av den amerikanska KONGRESSENS fullmakt att devalvera dollarn till hälften,[1]) fastställde den nya dollarns värde till 59,06 % av den gamlas, innebärande ett med 69,3 % höjt guldpris av 35 dollars per ounce. Sedan dess har det amerikanska guldpriset förblivit oförändrat. En dollar, som med begagnande av den internationellt brukliga paritetsnomenklaturen under de hundra åren före 1934 innehöll 1.504,6309 milligram fint guld, är nu således 1/35 ounce = 888,671 milligram fint guld.[2])

Under hela denna tidrymd från år 1792 har FÖRENTA STATERNA officiellt haft guldmyntfot under två korta perioder, nämligen åren 1901—1917 och 1925—1933. Av tills dags dato 166 år av officiellt fastslaget guldpris har guldmyntfoten således tillämpats i endast 25 år, en sjundedel av tiden. Guldpriset har ändrats tre gånger, varav de två första, 1834 års och 1837 års ändringar, var relativt obetydliga och sammanhängde med silverprisets fluktuationer. I FÖRENTA STATERNAS historia har därför i praktiken endast existerat två officiella pris på guldet, det före 1934 och det nuvarande. Guldpriset förtjänar med hänsyn enbart härtill en större uppmärksamhet än hittills kommit det till del.

Fram till första världskriget var FÖRENTA STATERNA emellertid icke den ekonomiska världsmakt det i dag är. För guldet och dess finansiella

[1]) Fullmakten, som ursprungligen gällde för två år, förnyades flera gånger men utgick den 30 juni 1943.

[2]) *International Financial Statistics.*

och ekonomiska ställning hade STORBRITANNIEN större betydelse under 1800-talet. Detta land, som redan den 22 december år 1717 infört ett officiellt pris av 21 silvershillings för det sedan år 1663 präglade guldmyntet, guinean, varav 44 1/2 stycken utmyntades av ett pund troy med en finhet av 220/240, bekräftade den 22 juni år 1816 efter Napoleonkrigens slut det tidigare guldpriset men uttryckte det i pund sterling om 20 shillings.[3]) Priset för ett ounce fint guld blev därmed 4 pund 4 shillings 11 1/2 pence (84 shillings 11 1/2 pence), vilket pris oförändrat vidmakthölls i 115 år till den 21 september år 1931. Sedan dess har det brittiska guldpriset successivt stigit och höjdes i och med devalveringen den 18 september 1949 till 12 pund 10 shillings (250 shillings). Ett pund sterling, som från år 1816 till år 1931 innehöll 7.322,3818 milligram fint guld, har nu en paritetsvikt av 2.488,28 milligram fint guld.

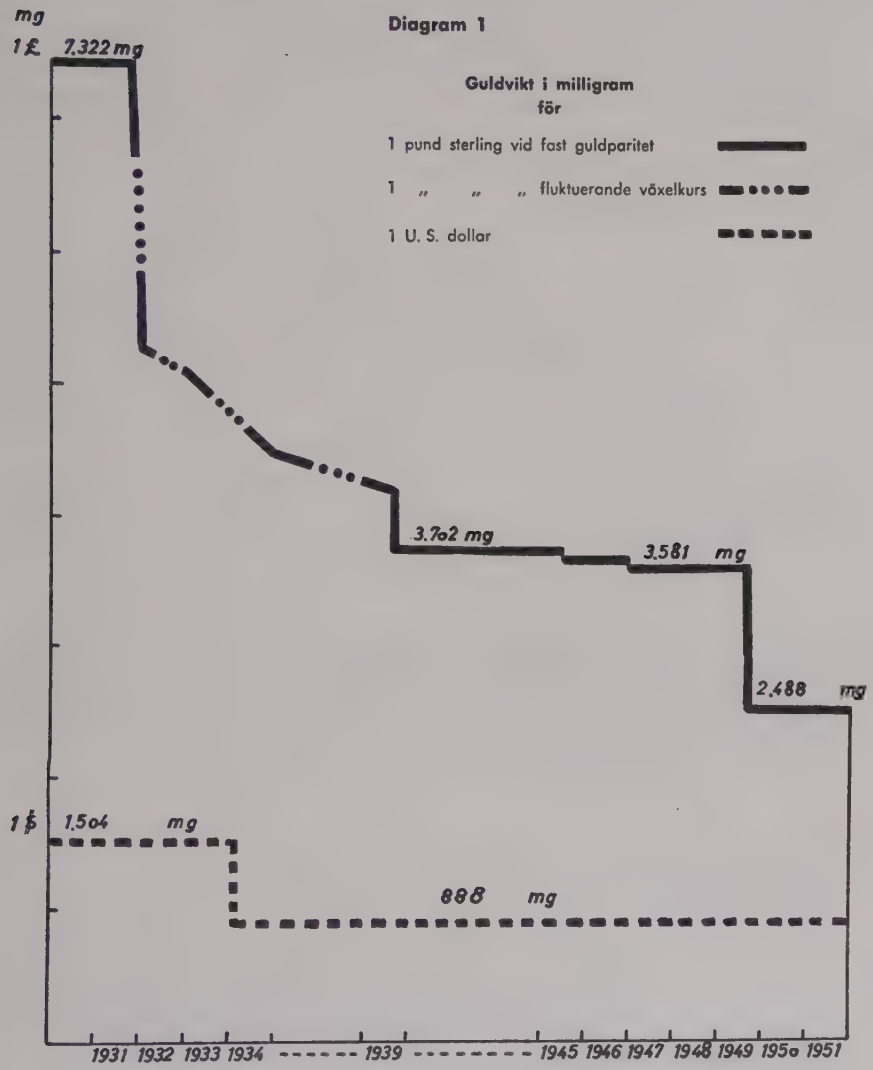
Med undantag för åren 1914—1925 och efter 1931 har STORBRITANNIEN haft guldmyntfot, ehuru denna till sitt verkningssätt motsvarade moderna begrepp först under senare hälften av 1800-talet.

I två av de ekonomiskt viktigaste länderna i världen, FÖRENTA STATERNA och STORBRITANNIEN, har guldpriset således med smärre modifikationer legat fast i mer än ett sekel ända fram till början av 1930-talet. Den stora depressionen förde med sig höjning av guldpriset i bägge länderna, och för STORBRITANNIENS vidkommande gav andra världskriget och dess efterverkningar upphov till nya prisstegringar på guldet. Huruvida 1949 års devalvering medfört den stabilisering av det brittiska guldpriset, som torde eftersträvas, är ännu ovisst. FÖRENTA STATERNA kunde däremot icke av andra världskriget ånyo drivas att höja dollarpriset på guld, sedan detta gjorts i depressionens och massarbetslöshetens år 1934. Därav kan givetvis inte dragas den slutsatsen, att en prishöjning inte kan komma i framtiden, men för närvarande är det amerikanska guldpriset otvivelaktigt stabiliserat.

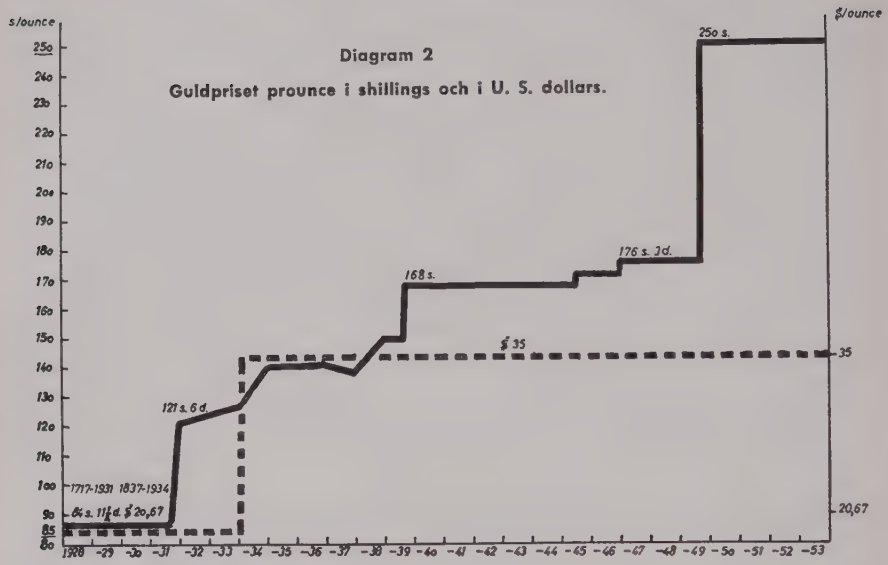
Det är ett ur finansiell och ekonomisk synpunkt högeligen anmärkningsvärt förhållande, som endast sparsamt om ens alls beaktats i litteraturen, att guldpriset genom sekler kunnat hållas så stabilt i dessa länder, som faktiskt varit fallet. Allenast två faktorer har hittills för-

---

[3]) PALGRAVE, R. H. I.: *Dictionary of Political Economy*, LONDON 1917. Artiklarna: "*Guinea*" Vol. II, s. 270, och "*Pound*" Vol. III, s. 178.




mått framkalla den politiska situation, som kunnat framtvinga ändring därvidlag, nämligen världskrig eller massarbetslöshet. Guldmyntfoten däremot är en företeelse, som tidtals tillämpats, tidtals varit under upp-




byggnad och långa tider varit ur kraft.[4]) Den har icke tillnärmelsevis haft den långvariga och stora betydelse för den ekonomiska utvecklingen, som det stabila guldpriset haft. Dettas betydelse ligger däri, att *en fast punkt* tillskapats, kring vilken finansiella och ekonomiska system kunnat byggas upp.

### En metall för slutgiltig betalning av internationella saldi

Det fasta guldpriset kan naturligtvis ses ur många synpunkter, t.ex. dess roll för övergången från natura- till penninghushållning, för penning- och kreditväsendet, inom skatteväsendet o.s.v. Här skall det tills vidare endast ses ur den internationella handelns och de internationella betalningarnas synvinkel. Så länge världen är uppdelad i suveräna stater med skilda penningsystem, förefinns alltid ett behov av saldering (= utjämna saldi), som på något sätt måste tillgodoses. Saldot

[4]) Cassel, G.: *The Downfall of the Gold Standard*, Oxford 1936, s. 1. "Post-War monetary history is the record of strenuous efforts to restore an international gold-standard system, and of the final failure of those efforts."

kan antingen elimineras genom omedelbar betalning eller konsolideras alternativt fonderas, varigenom betalningen uppskjutes till senare tidpunkt.[5])[6]) Bortser man från gåvor och påtvingade avskrivningar[7]) förutsätts emellertid alltid, att betalning skall äga rum. Frågan gäller bara tidpunkten härför.

Det enda medel, varmed i internationella sammanhang saldi slutgiltigt bringas att försvinna, är genom betalning med guld. Det har varit så i århundraden. Det är så nu, och tills dess något annat internationellt betalningsmedel uppfunnits, får guldet accepteras i denna roll. Till skillnad från det inhemska penningväsendet i ett land, där rättsordningen föreskriver, vilket det lagliga betalningsmedlet är, finns det i det internationella umgänget ingen överstatlig rättsordning. Där finns inget lagligt betalningsmedel. Guldet kommer till användning främst till följd av tradition men också på grund av uttryckliga överenskommelser men inte på grund av internationell lag. Historien visar dock, att nationerna icke under alla förhållanden, t.ex. krig, är beredda att godtaga betalning för ett uppkommet saldo i guld. I sådana fall återstår endast att konsolidera i avvaktan på varuleverans eller dylikt. Detta får emellertid betraktas som undantag från regeln, och i mera normala tider fyller guldet sin traditionella uppgift som internationellt betalningsmedel. I krig är strävan att dra till sig så mycket varor som möjligt förståelig. I fred är beredvilligheten större att låta saldi uppstå i det internationella bytet, ävensom reglera dem med guld.

---

[5]) Jfr. INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS behandling av frågan om vad som skall anses vara internationella reserver. IMF använder uttrycket "compensatory official financing" för att beskriva de monetära myndigheternas sätt att utjämna internationella saldi. Därmed skulle således avses såväl guldbetalning, gåvor som konsolidering. *Balance of Payments Yearbook*, WASHINGTON 1949, s. 4 ff.

[6]) Det synes vara ett mindre lämpligt ordval i detta sammanhang att tala om förvärv av tillgodohavanden, skuldsättning o. dyl., eftersom saldo innebär detsamma som förekomsten av en nettofordran respektive nettoskuld.

[7]) Se *Proposals for an International Clearing Union*, LONDON 1943, Cmd 6437, III:7, s. 10. Kreditorländer i den föreslagna unionen skulle inte få någon maximal kvot, enär svårigheter därvid skulle kunna uppstå. Gåvor eller tvångskonsolidering skulle kunna bli erforderliga, för att bancorn, den föreslagna nya räkneenheten, inte skulle förlora sin allmänna "acceptability". "For the appropriate provision might be to require the eventual cancellation or compulsory investment of persistent bancor credit balances accumulating in excess of a members quota."

**Valutaenhetens guldvikt och växelkurserna**

På grund av frånvaron av lagligt betalningsmedel i internationella sammanhang måste betalning av saldi ske genom överlåtelse av viktsmängder guld, d.v.s. av så och så många kilogram eller ounces metall. I själva verket är det alltjämt nationerna emellan fråga om en ganska primitiv metallism, som går ut på att konstatera metallvikten i de olika ländernas pengar.

Under fullständig guldmyntfot med cirkulerande guldmynt fanns det i varje mynt en fastslagen viktsmängd guld. Rent fysiskt var förhållandet mellan antalet inhemska penningenheter och den kvantitet guld, som åtgick för betalning av ett internationellt saldo, därmed givet. En fullständig guldmyntfot existerar emellertid inte längre utan har ersatts av valutaformer med annan anknytning till guldet.

Ett exempel på modern guldvaluta utan cirkulerande mynt var EUROPEISKA BETALNINGSUNIONENS räkneenhet, som i fördragstexten var definierad icke som en U.S. dollar utan som "a unit of account of 0.88867088 grammes of fine gold", vilket var lika med en U.S. dollar *vid nuvarande guldpris.*[8])[9])

För de cirkulerande pappersvalutorna åter skapas relationerna till de vid guldet fixerade valutorna via växelkurserna, varigenom pappersmyntens "guldvikter" teoretiskt kan framräknas. Den amerikanska dollarns vikt är fixerad till 888,67088 milligram guld, och genom division (alternativt multiplikation) med växelkursen i NEW YORK erhålles andra valutors verkliga eller teoretiska vikter, t.ex. 888,671 milligram guld: pundkursen 0.357143 (= 7 sh 1,714 d) (alt. 888,671×2,80) = 2.488,28 milligram guld = 1 pund sterling.

På grund av den amerikanska dollarns ställning som världens ledande valuta med oförändrad guldvikt är det rimligt att sätta dollarn = 1 och att uträkna övriga valutors paritetsvikter i förhållande till dollarn.

---

[8]) *Kungl. Maj:ts proposition* nr 257/1950, ss. 62 och 63, § 26. Den svenska översättningen, "kontoenhet motsvarande värdet av 0.88867088 gram fint guld" är otillfredsställande. Ordagrann översättning är korrekt. EPU-räkneenheten var en viktsmängd guld.

[9]) EUROPEISKA BETALNINGSUNIONEN har för övrigt en berömd föregångare i HAMBURGER BANK (1774—1872), vars räkneenhet hamburger banco likaledes var teoretisk och definierad som en viktsmängd silver. Se KEILHAU, W.: *Den nye internasjonale pengeordning*, OSLO 1946, s. 19.

Denna får med andra ord tjänstgöra som internationell likare.[10]) Sedan gammalt har emellertid pundet velat hävda ställningen som den internationella valutaenheten framför andra, vilket bland annat kommit till uttryck i den brittiska sedvänjan att räkna utländska valutors kurser i förhållande till pundet. De tvenne världskrigen har dock försvagat Storbritannien så, att det blivit svårt att hävda pundets position.[11]) På en likare måste nämligen ställas kravet, att den i princip inte ändras, och pundet har icke uppfyllt det villkoret under de senaste decennierna. Sedan guldmyntfoten övergavs år 1931, har pundets guldvikt successivt reducerats och sterlingpriset på guld stigit. I förhållande till dollarn och andra vid guldet bundna valutor har pundet således devalverats upprepade gånger. Det är därför mindre väl lämpat att fylla funktionen som likare. Därtill kommer, att pundet till skillnad från dollarn även principiellt varit en fluktuerande valuta under 1930-talet, något som skapat en alltjämt kvardröjande osäkerhet rörande dess ställning.

**Tremaktsöverenskommelsen år 1936**

I den devalveringsvåg i prishöjande syfte, som övergick 1930-talet, kan tre separata aktioner urskiljas berörande pundet, dollarn och det s. k. guldblocket. Det brittiska pundet och därtill anslutna valutor i sterlingblocket, bland dem de nordiska länderna, sjönk successivt från devalveringen den 21 september 1931 till början av år 1934, då den långt utdragna devalveringsprocessen i huvudsak var avslutad. Stabiliseringen genomfördes i anslutning till devalveringen av den amerikanska dollarn men varade blott till de politiska oroligheterna år 1938. Dollarn devalverades i januari 1934 och förblev därefter oförändrad på sin nya nivå. Det s. k. guldblockets länder, främst Frankrike, Belgien, Holland och Schweiz, som varken 1931 eller 1934 anpassat sina valutor nedåt, gjorde detta, Belgien i april 1935 och de övriga i september

[10]) Internationella valutafonden tillkännager i *International Financial Statistics* valutapariteterna och U.S. dollarns växelkurser. Metoden att sätta dollarn=1 godtas även av Schweiziska nationalbanken i dess månadsrapporter.

[11]) Williams John, H.: *Post-War Monetary Plans*, Oxford 1949, s. 115, har begreppet nyckelvaluta, "key currency", varom mera nedan.

1936. Vissa andra länder, t.ex. TYSKLAND, valde valutaregleringens och avspärrningens väg.

I och med att sterlingblocket, dollarområdet och guldblocket genomfört devalveringsprocessen, ansågs tiden vara mogen att bekräfta dennas slut, och i själva verket var den s.k. tremaktsöverenskommelsen mellan FÖRENTA STATERNA, STORBRITANNIEN och FRANKRIKE av den 12 oktober 1936 att betrakta som den logiska avslutningen på valutaanpassningarna och som en ansats till inledningen av en stabilitetsperiod. De viktigaste bestämmelserna i denna överenskommelse, som senare biträddes av guldblockets övriga länder, var, att de fördragsslutande parterna förband sig att icke devalvera utan att minst 24 timmar dessförinnan underrätta varandra i syfte att hejda den dittillsvarande devalveringskonkurrensen, och vidare att FÖRENTA STATERNA förklarade sig berett att sälja guld för export- och konsignationsändamål (ear-marking) till de valutautjämningsfonder, som under lika förutsättningar avgåve guld till FÖRENTA STATERNA. Åtagandet utsträcktes snart att gälla även centralbankerna. Härigenom hade ett första steg tagits att återförena de tre separata valutablockens länder i ett större betalningsområde med fasta guldpariteter och utjämnande guldrörelser.

På sina håll betecknades tremaktsöverenskommelsen till och med som upprättandet av en ny guldstandard.[12]) Dess omedelbara betydelse blev emellertid inte så stor, som då troddes. Dels var läget i FRANKRIKE långt ifrån stabiliserat, och den franska francen devalverades senare upprepade gånger, dels kom andra världskriget emellan. Det, som var betydelsefullt, som blev bestående och gäller än i dag, är den ömsesidiga förpliktelsen att köpa och sälja guld mellan centralbankerna. Guldets uppgift som medel att slutgiltigt reglera uppkommande saldi i betalningsbalansen mellan länderna är därmed fastslagen. När, som fallet är i många länder, guldet är belagt med såväl import- som exportförbud, enskilda personer, banker och andra företag etc. är skyldiga att sälja till myndigheterna allt guld, som de kan förvärva, och det till och med medför straff (U.S.A.)[13]) att utan licens inneha guld, kan detta givetvis inte fylla sin historiska uppgift som internationellt betalningsmedel

[12]) Se *Geschäftsbericht der Schweizerichen Nationalbank* 1936 och LUTZ, F.: *"Neue Goldwährung", Weltwirtschaftliches Archiv, Bd 46,* KIEL 1937, s. 410.

[13]) Se *The Federal Reserve Act, as amended,* WASHINGTON 1956: The Gold Reserve Act of 1934, Sec. 4, s. 193.

på samma sätt som tidigare. Det är tremaktsöverenskommelsen, som återgivit det dess roll och reglerat formerna för funktionernas utövande, hur snävt tillskurna möjligheterna än är att använda guldet vid jämförelse med förhållandena under guldmyntfotens dagar.[14]) Med ett fast guldpris, med genom växelkurserna fixerade guldpariteter och med rätt och skyldighet att reglera internationella saldi med guld, är grunden till ett internationellt betalningssystem för handen, såsom tremaktsöverenskommelsen av år 1936 åsyftade.[15])

Det är möjligt att det går att konstruera ett annat system utan guld och omfattande större delen av världens suveräna stater. I så fall skulle man slippa använda guld för monetära ändamål, slippa gräva upp det i Sydafrikas gruvor för att sedan gräva ned det i Fort Knox i Kentucky i Förenta staterna eller andra centralbanksvalv.[16]) Professor John H. Williams tycks mena, att det skulle gå att göra ett system utan guld, ehuru han inte påyrkar att guldet överges. Tvärtom bör det enligt hans mening utnyttjas, men han tycks inte anse det nödvändigt att göra det.[17]) De valutaunioner, som tillskapats efter professor

---

[14]) Kemmerer, E. W.: *Gold and the Gold Standard,* New York 1944, anser, att Förenta staterna kan sägas ha ett slags guldstandard, "gold-bullion standard", så länge ut- och införsel av guld till fast guldpris i obegränsade mängder tillåtes, s. 131. Kent, R. P.: *Money and Banking,* New York 1951, kallar Förenta staternas penningsystem en kompromiss mellan guld- och pappersvaluta, s. 90.

[15]) Se *Monetary Policy and the Management of the Public Debt* avgivet av *Joint Committee on the Economic Report* (i det följande kallad Patmankommittén), Washington 1952, s. 38. "In addition, the United states stands ready to buy gold from foreign governments and central banks without limitation in amount at the official price. This readiness on the part of the United States to buy and sell gold freely for dollars at the parity price in official international monetary transactions is one of the essential elements of maintaining our present gold bullion standard. The United States also buys imported, newly mined, and scrap gold from persons authorised to hold gold in the form and amount offered."

[16]) Se t.ex. Williams, John Burr: *International Trade under Flexible Exchange Rates,* Amsterdam 1954, s. 246, som anser det ligga en stor meningslöshet i detta förfarande.

[17]) Williams, John H.: *Post-War Monetary Plans,* Oxford 1949, i vittnesmål inför Förenta staternas senats bank- och valutakommitté rörande Bretton Woods lagen 12 juni 1945, ss. 351—353. "But it is a different question when you ask do I think you could set up a monetary system without gold. I think the answer is 'yes', except under more primitive conditions." s. 353. Dessa primitiva villkor lever vi synbarligen alltjämt under.

WILLIAMS' uttalande, t.ex. INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN och EUROPEISKA BETALNINGSUNIONEN, har emellertid i högsta grad byggt på guldet. Även om det vore möjligt att göra ett system utan detta, kvarstår dock frågan, om det också går att göra ett bättre sådant, utan nationell isolationism och med utsikt att få ett större antal suveräna stater att frivilligt underkasta sig de regler och restriktioner, som är oundgängliga även i ett system utan guld. Någon lätt uppgift blir det säkert inte att konstruera ett system, som ersätter, vad som behövt århundraden att växa fram.

**Höjning av guldpriset**

När återgången till guldmyntfot blev aktuell efter första världskriget, ägde den rum såväl i STORBRITANNIEN (1925) som i FÖRENTA STATERNA (1919) i 1914 års guldpris. I efterhand har gjorts gällande, att det begicks ett fel, när guldpriset inte höjdes vid detta tillfälle. Så låg till exempel den brittiska prisnivån alltjämt cirka 60 procent över förkrigsnivån.[18]) I alla händelser tyder de före återgången till guldmyntfoten så intensiva rekommendationerna till sparsamhet med guldet på medvetande om innebörden av denna olikhet i fråga om prisernas höjd och de krav denna omständighet skulle kunna ställa på det tillgängliga guldet.[19]) Professor J. R. HICKS anför som sin tolkning av orsakerna till den stora depressionen under 1930-talet det förhållandet, att det monetära systemet aldrig fått anpassa sig till den efter första världskriget förhöjda penninginkomstnivån. Guldtillgången var otillräcklig. Vidare hade svårigheter att justera växelkurserna (krigsskulderna) skapat speciell svaghet på vissa håll, t.ex. hinder för BANK OF ENGLAND och REICHSBANK att ge privatbankerna möjlighet till kreditutvidgning.[20])

---

[18]) CASSEL, a. a., s. 38.

[19]) GENUAKONFERENSEN 1922.

[20]) HICKS, J. R.: *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, OXFORD 1950, s. 163 not. "The monetary system of the world had never adjusted itself at all fully to the change in the level of money incomes, which took place under and after the war of 1914—18; it was trying to manage with a gold supply, which was in terms of wage units extremely inadequate. Difficulties in the post-war adjustment of exchange rates (combined with the vast changes which the war had produced in the creditor—debtor position of important countries) had caused the consequential weak-

Professor HICKS uttalande kan rimligen inte tolkas annorlunda än att en *allmän* höjning av guldpriset borde ha företagits på 1920-talet för att öka guldtillgången, och att pundet liksom riksmarken eventuellt därutöver borde ha devalverats men skulle ha hindrats härifrån på grund av de stora krigsskulderna, som gällde i utländsk valuta.

När pundet devalverades på 1930-talet, var motivet emellertid inte att få en världsomfattande höjning av guldpriset. De sedan återgången till guldmyntfoten starkt fallande varupriserna hade nämligen resulterat i en motsvarande höjning av guldets köpkraft mot varor, vilken ansågs föga önskvärd.[21]) Hade guldpriset satts upp, hade det ju betytt en ytterligare höjning av guldets värde i varor uttryckt utan garanti i och för sig för att deflationsprocessen därigenom avbrutits.

Vad engelsmännen eftersträvade var framförallt att vända den allmänt fallande prisspiralen uppåt igen, vilket skulle ha inneburit en motsvarande reducering av guldets köpkraft vid oförändrat guldpris. Det lät sig emellertid inte göra att få en allmän prisstegring utan devalvering av pundet, d. v. s. *separat* guldprishöjning, varför de som biprodukt var nödsakade att temporärt godta en ytterligare stegring av guldets köpkraft inom sterlingområdet.

Den omedelbara anledningen till punddevalveringen var BANK OF ENGLANDS valutaförluster. Beträffande dollarns devalvering låg saken annorlunda till. Något valutaproblem förelåg inte. Däremot led den amerikanska utrikeshandeln av andra länders devalveringar. Vidare ansågs en intern kreditutvidgning nödvändig för att nå det även i FÖRENTA STATERNA önskade målet, en allmän prishöjning.[22])

Den brittiska utvecklingen under 1930-och 40-talen är emellertid intressant, vad avser frågan om guldprisets höjd. Som ovan anförts fixerade STORBRITANNIEN aldrig någon ny guldparitet, utan guldpriset blev rörligt. (Diagram 1 s. 53). Friheten var naturligtvis ytterst

---

ness to be particularly concentrated in certain places; particular central banks, as for instance the Bank of England and the Reichsbank were therefore particularly incapable of performing their usual function as 'lenders of last resort'."

[21]) CASSEL, a. a., s. 45 och HAWTREY, R. G.: *Bretton Woods*, LONDON 1946, s. 14.

[22]) Den s.k. WARRENPLANEN, som gick ut på att köpa guld till stigande priser och kom till utförande i slutet av år 1933, motiverades med att en guldprishöjning skulle rycka med sig den allmänna prisnivån uppåt. Där tillerkändes guldprisets höjning således en självständig direkt funktion.

relativ, i det att den brittiska valutautjämningsfonden ingrep i styrande syfte, när behov därtill ansågs föreligga. Professor J. H. Williams framhåller i en diskussion om guldpriset särskilt, att rörligheten var det medel, som gav Storbritannien möjlighet att variera växelkurserna i förhållande till länder med fast guldpris.[23])

Detta är emellertid inte det enda viktiga i sammanhanget, utan därtill kommer, att rörligheten faktiskt innebar höjning av guldpriset, låt vara till en början blott i pund sterling och till sterlingblocket anslutna valutor. När sedermera dollarn och därefter guldblocket devalverade, blev resultatet i praktiken till sist en *allmän* höjning av guldpriset. I så måtto är detta en intressant företeelse, som det är första gången i nyare historisk tid, som det inträffat. Händelseutvecklingen har också fört fram i rampljuset frågan om den internationella likviditeten. Sin första stora roll kom denna att spela i samband med diskussionen om de s.k. Keynes- och Whiteplanerna vid slutet av andra världskriget. Bägge planerna framlades år 1943 som förslag till återuppbyggnad av penningväsendet efter kriget.

### Keynes- och Whiteplanerna

Keynesplanen, som gick ut på inrättande av en clearingunion, ville skapa ett internationellt lagligt betalningsmedel, kallat *bancor*, som skulle utgöra definitiv betalning av uppkommande saldi.[24]) Bancorn var dock inte lösgjord från guldet utan skulle hålla en viss viktsmängd därav, men denna skulle kunna ökas eller minskas genom beslut av unionens styrelse, och en minskning av guldinnehållet är givetvis detsamma som en höjning av guldpriset i bancor. Växelkurserna skulle vid unionens start fixeras mot bancorn, och sedan detta gjorts, skulle de kunna ändras blott under vissa givna förutsättningar. Genom denna konstruktion skulle således ett instrument vara för handen att företa

[23]) Williams, J. H., a. a., s. 146. "England's variable price of gold was in terms of sterling and gave her a means of varying her exchange rate relative to countries where the price of gold was fixed."

[24]) *Proposals for an International Clearing Union*, II: 6 (6), s. 7. "Member States shall agree to accept payment of currency balances, due to them from other members, by a transfer of bancor to their credit in the books of the Clearing Union." Jfr. not 7 till s. 55.

allmänna höjningar av guldpriset utan att för den skull förskjuta växelkursrelationerna. Höjningen av bancorpriset på guld skulle alltså automatiskt resultera i t. ex. höjt dollar- och pundpris på guld. En konsekvens härav bleve också, att intrång komme att göras i den amerikanska KONGRESSENS makt att bestämma över dollarns guldvikt. Trots detta framhölls det uttryckligen i planen, att meningen var att tillskapa en ny kvantitet internationell valuta, som var oberoende av guldproduktionen och olika länders guldpolitik.[25]) Härför skulle clearingunionens medlemmar inte endast ges särskilda kreditmöjligheter av automatisk karaktär (rätt till overdraft). Utan därutöver skulle eventuella uppskrivningar av guldkassornas värde i och för sig medföra ökning av mängden internationella betalningsmedel.

Den amerikanska WHITEPLANEN syftade till en internationell stabiliseringsfond, som likaledes skulle föra sina böcker i en nyinstiftad räkneenhet, kallad *unitas*.[26]) I planens ursprungliga formulering var denna definierad som 137 1/7 grains fint guld, motsvarande 10 dollars vid gällande guldpris, d.v.s. 8.886,7088 milligram fint guld, och kunde inte ändras. I en senare version av planen, presenterad på ett möte mellan representanter för en rad i andra världskriget deltagande nationer i juni 1943, inrymdes dock möjlighet att ändra unitas' guldinnehåll. Därmed var även i WHITEPLANEN principen om det fasta guldpriset uppgiven, och detta kunde bliva föremål för diskussion. Växelkurserna skulle liksom i KEYNESPLANEN regleras internationellt.

Om av en tillfällighet eller inte förlängde den amerikanska KONGRESSEN just vid denna tidpunkt inte PRESIDENTENS sedan år 1934 tre gånger förlängda fullmakt att devalvera dollarn till hälften av sitt tidigare värde, utan fullmakten utgick den 30 juni 1943. Varken bancor eller unitas kom att förverkligas i senare internationella fonder

---

[25]) *Proposals* etc. "We need a quantum of international currency, which is neither determined in an unpredictable and irrelevant manner, as, for example, by the technical progress of the gold industry, nor subject to large variations depending upon the gold reserve policies of individual countries." I:(c), s. 5. Kritiken i sistnämnda hänseende är egentligen i sak närmast en kritik mot GENUAKONFERENSENS rekommendationer att spara och koncentrera guldet till centralbankerna och träffar mindre bestämda länder, t.ex. FRANKRIKE, vars guldreservpolitik under 1920- och 1930-talen utsatts för mycken kritik, ehuru detta land endast följde rekommendationerna från GENUA.

[26]) *United States Proposal for a United and Associated Nations Stabilisation Fund.*

eller unioner, men idén är intressant som uttryck för målmedvetna och allvarligt menade försök att skapa instrument för att genomföra allmänna höjningar av guldpriset.[27])

**Guldets dollarpris**

Det dröjde inte länge, förrän guldpriset ånyo blev aktuellt men nu i form av guldets dollarpris. Krav på höjning av det officiella dollarpriset på guld har sålunda framförts från guldproducenternas sida, främst företrädda av SYDAFRIKANSKA UNIONEN, ett flertal gånger under efterkrigstiden med hänvisning till den fria marknadens högre guldpriser och med motivering att förbättra inkomstläget för producenterna. Men först i samband med devalveringarna 1949 och därefter kom en mera vetenskaplig diskussion rörande sambandet mellan guldpriset och den s.k. dollarbalansen, respektive den internationella likviditeten, i gång.[28]) Det kan därför vara anledning att här med några ord beröra innebörden och verkan av ett höjt dollarpris på guld för dollarbalansen eller den s.k. dollarbristen.

Om, för att ta ett konkret exempel, den tidigare fullmakten för den amerikanske PRESIDENTEN att devalvera dollarn till hälften av sitt värde varit i kraft och PRESIDENTEN velat utnyttja densamma, hade guldpriset kunnat höjas från nuvarande 35 dollars per ounce till 41 dollars och 34 cents per ounce. Det måste emellertid erinras om att en dylik åtgärd liksom varje annan höjning av dollarpriset på guld som *separat* företeelse är detsamma som en devalvering av dollarn, och att denna hittills blott devalverats till följd av en allmän depres-

[27]) Professor WILHELM KEILHAU, a. a., s. 31, gör ett intressant uttalande med anledning av att bancor och unitas slopades. Han säger: "Men en eiendommelighet ved felleserklaeringen bør nevnes alt her: den hadde oppgitt innføringen av en ny internasjonal pengeenhet, uaktet både Keynes-planen og White-planen innesluttet en slik enhet i stabiliseringssystemet. Noen fyllestgjørende forklaring på hvorfor lyktes det ikke å oppnå." Det är förmodligen inte obefogat att söka förklaringen härtill i den amerikanska KONGRESSENS ovilja att överlåta någon del av sin suveränitet över dollarns guldvikt på en internationell fond- eller unionsstyrelse.

[28]) HARROD, R. F.: *"Imbalance of International Payments"*, *IMF Staff Papers*, Vol. III, No. 1, April 1953. LUTZ, F.: *"Die Frage des Goldpreises"*, *Neue Zürcher Zeitung*, Fernausgabe nr 120, 3. Mai 1953, Blatt 8. Tidigare hade THOMAS BALOGH i sin bok, *The Dollar Crisis*, OXFORD 1949, s. 159 ff., mera ytligt berört samma fråga.

sion med massarbetslöshet. Andra valutor har dessutom devalverats på grund av valutabrist, men intetdera av dessa skäl har aktualitet i FÖRENTA STATERNA. Förutsättningen för att ett höjt dollarpris inte endast skall vara en förskjutning av dollarns växelkurs i förhållande till andra valutors är således, att även de senares guldpris höjes i samma mån, så att höjningen blir allmän. Detta är emellertid en förutsättning, som inte utan vidare får göras. Verkan av en guldprishöjning i dollars måste bedömas dels såsom *separat* aktion, dels såsom led i en *allmän* höjning.

Den vanliga devalveringsverkan på penning- och prissystem m. m. av den *isolerade* åtgärden är en självklar följd av prishöjningen men intresserar inte i detta sammanhang. Här är det endast fråga om verkan såsom guldprishöjning. Innanför FÖRENTA STATERNAS gränser skulle guldproducenternas inkomster ökas, och det är sannolikt, att den förbättrade lönsamheten skulle föranleda en ökad produktion av guld. Från de sekundära verkningarna härav bortses emellertid också. För guldproducenter utanför FÖRENTA STATERNA skulle dollarprishöjningen inte betyda någon förändring alls. De skulle inte få mer betalt i sin valuta. Intet härav betingat skäl för produktionsökning skulle heller förefinnas. Däremot skulle den ur valutasynpunkt få betydelse, enär FÖRENTA STATERNA skulle ställa mera dollars till förfogande för andra guldproducerande länders centralbanker för de guldkvantiteter, som komme att inköpas utifrån.

En prishöjning i dollars, som omedelbart resulterade i en *allmän* guldprishöjning, skulle dels ha den verkan, att guldproducenterna i hela världen finge större inkomster var och en i sin valuta och kunde öka produktionen,[29]) dels också att de guldproducerande ländernas centralbanker utanför FÖRENTA STATERNA kunde få ökat tillflöde av dollars. Eftersom växelkursrelationerna bleve desamma, skulle devalveringseffekten däremot utebli. Det är detta MR. HARROD synes åsyfta, när han diskuterar verkan av en dollarprishöjning på guldet i takt med den allmänna prisstegringen på varor i den internationella handeln från åren 1936—38 till åren 1950—52. Diskussionen förs helt i kategorien

[29]) LUTZ, a. a., framhåller, att världsproduktionen av guld under åren 1928—1932 i genomsnitt utgjorde 21,1 miljoner ounces men efter prishöjningen till 35 dollars år 1934 steg till 35,6 miljoner ounces i genomsnitt under åren 1935—1939.

dollarprishöjning på guld men utan den nödvändiga kvalifikationen för resonemangets giltighet, nämligen att det är fråga om en allmän guldprishöjning.[30]) Alltjämt med bortseende från alla monetära verkningar, prisförändringar m.m., skulle ett höjt dollarpris på guld, som medförde en allmän höjning, således främst få till resultat att tillgodose guldproducenternas intresse av högre inkomster och den utomamerikanska världens behov av större dollartillflöde. Sistnämnda valutaintresse skulle emellertid likaväl kunna tillgodoses genom prishöjning på vilken annan vara som helst, som importeras av FÖRENTA STATERNA och liksom guldet i huvudsak produceras utanför dess gränser, t.ex. tenn, ull eller klockor eller, såsom skett, genom amerikanska gåvor och krediter. En påtaglig fördel i sistnämnda fall är onekligen, att penningsystemen inte skulle behöva röras. Kvar står därför, att det egentligen främst skulle vara för att uppmuntra guldproduktionen, som en allmän guldprishöjning under nyssnämnda förutsättning vore nödvändig. Huruvida å andra sidan en ökad guldtillförsel ävensom ett höjt guldpris verkligen är erforderligt för att förstärka den internationella likviditeten är en fråga, som behandlas nedan. Därvidlag kommer betydelsen av de befintliga guldbeståndens värde in i bilden.

Devalveringen av pundet år 1949 har dock ingalunda varit betydelselös för majoriteten av guldproducenterna. För närvarande produceras nämligen cirka 50 procent av allt nytt guld i världen i SYDAFRIKANSKA UNIONEN och ytterligare cirka 10 procent inom andra delar av sterling-

---

[30]) HARROD, a. a., s. 11. "Finally, assume that the dollar price was raised 2 1/4 times, viz., in line with the rise in the dollar prices of goods entering international trade. This would give an annual value of $2,549.9 million for new gold production outside the United States and the U.S.S.R. available for monetary use. This may be compared with the actual annual U.S. surplus on goods and services account, from 1950 through the first half of 1952, of $2,462 million. It appears that, if new gold supplies had borne their prewar relation to the value of world trade, the rest of the world would have been able to pay for its deficit in 1950—52 without aid;" 2 1/4 gånger nuvarande dollarpris av 35 dollars per ounce skulle betyda 78 dollars och 75 cents per ounce guld, vilket nämns till jämförelse med den indragna presidentfullmakten 41 dollars och 34 cents.

Se också BALOGHS uttalande: "If for example, at present the U. S. were to increase the price of gold from $35 to say $100 an ounce fine, the supply of dollars from newly-mined gold would probably increase to some $1,500 million of more (as gold production would rise)." a. a., s. 159.

området. Endast omkring en fjärdedel produceras inom KANADA och FÖRENTA STATERNA. Devalveringen år 1949 innebar därför en höjning av de i sterlingområdet befintliga producenternas inkomster med 44 procent, vilket exempelvis för SYDAFRIKANSKA UNIONENS gruvor betydde ökning av försäljningsinkomsterna för ungefär oförändrad guldkvantitet från cirka 100 miljoner pund sterling år 1948 till 144 miljoner pund sterling år 1950. Ökningen, 44 miljoner pund per år, är av sådan storleksordning, att förutsättningar borde finnas för ökad guldproduktion efter ett antal år, så att även valutaintresset i viss mån blir tillgodosett.[31])

Om den amerikanska KONGRESSEN i rådande läge skulle genomföra en måttlig höjning av dollarpriset på guld, vore det följaktligen en öppen fråga, vad som skulle ske med pundet. Det skulle kunna bli motsvarande höjning av pundpriset på guld med de konsekvenser, som ovan skisserats, men det skulle också under rådande suveränitetsförhållanden ligga i STORBRITANNIENS skön att förvandla dollarprishöjningen på guld helt eller delvis till en devalvering av dollarn under hänvisning till att pundet redan devalverats år 1949 och guldproducenterna därmed fått en betydande stimulans till produktionsökning. Eftersom det i så fall blott skulle vara en upprepning av händelseutvecklingen på 1930-talet, då pundet devalverades år 1931 och dollarn år 1934, kan möjligheten av en växelkursförändring för dollarns del via höjning av guldets dollarpris inte helt lämnas ur blickfältet, hur osannolik den än kan tyckas vara. Om man vill undvika detta, måste en dollarprishöjning på guld tydligen ha till förutsättning en internationell överenskommelse mellan alla större länder om gemensam höjning av guldpriset. Som redan framhållits skulle emellertid därmed främst nås att gynna guldproduktionen, medan valutaintresset av förbättrad dollarbalans skulle kunna tillgodoses med andra medel. I den andra vågskålen finge i stället läggas alla de problem, som skulle följa av en allmän guldprishöjning för penning- och prissystemen i de olika länderna.

---

[31]) Guldproduktionen under åren 1953—57 uppgick till 14,5 miljoner ounces i genomsnitt per år mot 11,7 miljoner ounces åren 1945—49. *International Financial Statistics.*

**Monetära verkningar av höjt guldpris**

De monetära verkningarna av en guldprishöjning, d.v.s. på penning- och kreditsystemen, blir tydligen inte i princip olika, om det är fråga om en separat aktion, d.v.s. devalvering, eller en allmän guldprishöjning. Vad som blir avgörande i detta fall är vilka åtgärder, som kan komma att vidtagas för att låta guldprishöjningen slå igenom på det monetära området, respektive för att isolera verkan av densamma.

Centralbanken får ju vid höjt guldpris ett högre värde i inhemsk valuta på sin guldkassa, och den häremot svarande vinsten, valutavinsten, kan få stor monetär betydelse. På samma sätt som sedlar och centralbanksgiro — enligt känt mönster — kan tjänstgöra som bas för mångdubbelt större kreditvolym, kan valutavinsten under vissa förutsättningar komma att göra detsamma. Den är nämligen för centralbankens huvudman en fordran på det tillskott av monetära enheter, som uppskrivningen av guldkassans värde representerar. Dessa enheter kan monetärt aktiveras, om valutavinsten tages i anspråk och överflyttas i det privata bankväsendets besittning. Där blir de kassamedel, som kan och möjligen också blir bas för utvidgning av kreditvolymen. Även om den sistnämnda inte omedelbart vidgas, kan det dock sägas, att valutavinsten potentiellt aktiveras vid en dylik överflyttning.

I insikt härom har åtgärder vid vissa tillfällen vidtagits för att sterilisera (demonetisera med anglosaxiskt språkbruk) en mot guldprishöjningen svarande kvantitet guld i syfte att hålla guldkassans inhemska värde oförändrat. Det har dock visat sig, att de steriliseringsåtgärder, som vidtogs i samband med devalveringarna på 1930-talet, fått tämligen ringa betydelse. Utanför det monetära systemet har i sin tur kommit att finnas en guldkvantitet, som vid tillfälle kunnat läggas till centralbankens guldkassa och tjänstgöra som bas för vidgad kreditvolym. Denna möjlighet har också utnyttjats efter ganska kort tid. Efter hand har därför steriliseringsåtgärderna avvecklats.

Det kan dock vara värt att omnämna, att dollarns devalvering år 1934 gav upphov till en valutavinst av 2.806 miljoner dollars, varav 2.000 miljoner dollars överfördes till en särskilt inrättad valutastabiliseringsfond. Det var ur denna, som INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN sedermera år 1947 kom att få sin guldkvot, 687 miljoner dollars,

från FÖRENTA STATERNA. Än i denna dag hålles en mindre guldkvantitet steriliserad i the TREASURY.[32])

Vid schweizerfrancens devalvering år 1936 gjordes liknande försök att sterilisera valutavinsten. Redan efter fyra år var denna emellertid tagen helt i anspråk.[33])

I FRANKRIKE gick det än fortare men med ett något annat förlopp. Vid de upprepade devalveringarna i oktober 1936, den första efter stabiliseringen i juni 1928, och därefter, överfördes valutavinsterna till en valutastabiliseringsfond, varifrån guldet snabbt gick vidare till utlandet för att täcka brister i betalningsbalansen, medan de för betalning av guldet inflytande francbeloppen togs i anspråk av statskassan för dennas utgifter, bl.a. indirekt i den formen att av BANQUE DE FRANCE redan tidigare lämnade förskott till staten återbetalades, varefter nya efter hand upptogs. Guldexporten fick därigenom ingen återhållande inverkan på kreditvolymen.[34])

I SVERIGE förblev valutavinsten efter 1931 års devalvering stående i RIKSBANKEN under hela 1930-talet men togs så småningom efter hand i anspråk. De flesta övriga av 1930-talets devalveringsländer saknade vid devalveringstillfället större guldbestånd och behöver inte här närmare behandlas.

Vid devalveringarna år 1949 var de devalverandes guldkassor i allmänhet förhållandevis mycket små. Det ifrågasattes därför veterligen inte på allvar, att särskilda steriliseringsåtgärder skulle vidtagas mot guldet i valutavinsterna. Det fick därför utan vidare omständigheter bliva monetärt.

Skulle en allmän guldprishöjning komma till stånd antingen som resultat av en serie devalveringar i hela världen med dollarn i spetsen

---

[32]) "In fact, approximately $ 1 billion in the Treasury's General Fund balance is being held in the form of inactive gold at the present time." (1952) PATMANKOMMITTÉN, s. 43. Denna summa är nu nere i ca en halv miljard dollars.

[33]) Jfr. SIEBER, H.: *"Die Bedeutung der Notenbankbilanzgewinne und -Verluste bei Änderungen des Wechselkurses"* i *Festschrift für Alfred Amonn,* BERN 1953, s. 329. "Dass jedoch die Verteilung eines gleichen Betrages an Bank, Kantone und Nationalbank im Jahre 1940 ebenfalls eine entsprechende Ausweitung des Geldvolumens zur Voraussetzung hatte und somit nicht weniger inflationistisch war, wurde wegen der Befangenheit im bilanzmässigen Denken im allgemeinen nicht erkannt."

[34]) LUTZ, F.: *"Neue Goldwährung", Weltwirtschaftliches Archiv, Bd 46,* KIEL 1937, s. 421.

eller en internationell överenskommelse, finns det onekligen starka skäl grundade på tidigare erfarenheter att räkna med efter hand vittgående monetära återverkningar på något längre sikt. Att det skulle gå att isolera dessa från guldprishöjningen är knappast troligt. Professor LUTZ låter klart sin uppfattning komma till uttryck, att såväl the TREASURY's bokföringsmässiga vinst på en guldprishöjning som det sannolikt tillströmmande nya guldet skulle framkalla ökning av kreditvolymen och få inflationistiska verkningar i FÖRENTA STATERNA.[35]) För den övriga världen, särskilt sterlingområdet, skulle enligt hans mening en guldprishöjning i dollars — även professor LUTZ diskuterar guldprishöjning i dollars och tycks därmed underförstå en allmän sådan — dock vara gynnsam ur den s. k. dollarbalansens synpunkt. Det är emellertid svårt att förstå, att guldprishöjningen inte skulle ha samma monetära verkningar i den utomamerikanska världen som i FÖRENTA STATERNA. Professor LUTZ är givetvis fullt medveten härom men understryker, att detta icke får inträffa — hur det nu skall tillgå — om det önskade resultatet för den s.k. dollarbalansen skall nås.

### Den internationella likviditeten och guldprisets höjd

Ett av de skäl Mr. HARROD anför för en höjning av guldpriset är, att vid nuvarande värdering av guldet i varor, d.v.s. dess bytesvärde, räcker guldet inte till för att förse nationerna med tillräckliga reserver för att möta störningar i betalningsbalanserna.[36]) Behovet av reserver bestäms av utrikeshandelns värde, hävdar han, d. v. s. dess kvantitet och priser, och om detta stiger, samtidigt som guldreservens värde förblir oförändrat på grund av samma pris och kvantitet, sjunker likviditeten. Utrikeshandelns värde kan visserligen sänkas och på så sätt likviditeten förbättras, men detta skulle innebära deflation. Knapphet på guld har tidigare framkallat deflationistiska tendenser, och om inte något specifikt botemedel däremot uppfinnes, kommer restriktiva tendenser fortsättningsvis att göra sig gällande. Den s. k. KEYNESPLANEN

[35]) LUTZ, F.: *"Die Frage des Goldpreises."*

[36]) HARROD, a. a., s. 4. "The plain fact of the matter is that, at the present valuation of gold in terms of goods, not all the gold in the world (including that in Fort Knox) is sufficient to provide nations with adequate reserves."

är ett förslag till botemedel. Även GENUAKONFERENSENS rekommendation att koncentrera guldet i centralbankerna och hålla konvertibla valutor som reserver i stället skulle kunna innebära en lösning av problemet, men blott för tillfället. Det kommer därför enligt Mr. HARROD att bli önskvärt att finna en radikal bot mot guldbristen, och härmed förstås uppenbarligen att höja guldpriset.[37])

Den internationella likviditeten är som ovan anförts ett tämligen nytt begrepp, som fordrar ett klargörande. Såsom det används av Mr. HARROD,[38]) ligger den schematiska uppfattningen nära att betrakta det som en relation mellan världshandelns omsättningssiffra under ett år (eller den totala exportens eller kanske bättre den totala importens värde) och det monetära guldförrådets.

Världsimporten utgjorde under år 1957 107 miljarder dollars och hela det monetära guldförrådet 38 miljarder dollars. Det senare skulle således "räcka" för ett tredjedels års världsimport och kunna tjänstgöra som "reserv" för betalning av överskottsimport. Fördubblades guldpriset, medan importvärdet vore oförändrat, funnes "reserver" för åtta månader, och likviditeten vore i motsvarande mån högre. Skulle emellertid även importvärdet fördubblas genom fördubbling av priserna, skulle guldvärdet inte "räcka" för längre tids import än förut, och ingenting vore vunnet för likviditeten.

Förutsättningen är således, att det inte blir en allmän prisstegring på världshandelns varor, och alldeles avgörande för resonemangets praktiska giltighet är, att en prisstegring på guldet genomförs med ett slag, medan den monetära verkan slår igenom i prisnivån först efter en kortare eller längre tid, och under denna tid är likviditeten eller i varje fall känslan därav faktiskt förbättrad, varefter operationen skulle behöva upprepas.

Frågan är emellertid om den internationella likviditeten definierad i totala kategorier är ett meningsfullt begrepp. Guldet kan inte vara reserv i andra sammanhang än som nationell kassa för betalningar mellan suveräna nationer, och begreppet blir följaktligen meningsfullt främst såsom nationell likviditet i internationella sammanhang. I denna

[37]) a. a., s. 5. "While these ad hoc expedients may serve a useful purpose for the time being, there is no doubt that in due course it will be desirable to devise a radical cure for the gold shortage."

[38]) a. a., s. 3.

mening blir det också fullt rimligt att såsom ovan gjorts diskutera den likviditetshöjande verkan av en guldprishöjning för t.ex. ett visst land med stor guldproduktion eller stor guldkassa.

Med sistnämnda definition av den internationella likviditeten går det också att undersöka förutsättningarna att förbättra densamma och därvid söka bedöma en guldprishöjnings roll i sammanhanget. INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN har två gånger, 1953 och 1958, låtit en expertgrupp göra en teknisk undersökning av det internationella likviditetsproblemet, vilket belyser frågans karaktär och förtjänar att helt kort beröras här.[39])

En nations likviditet har betydelse för förmågan att utjämna underskott i betalningsbalansen, landets "deficit financing power".[40]) Reserver för detta ändamål måste uppfylla två krav, nämligen att vara tillgängliga för utjämningen och godtagbara för mottagaren. Dollartillgångar, som privatpersoner håller i amerikanska banker, och tesaurerat guld är inte alltid åtkomliga för ifrågavarande lands "deficit financing". Det är följaktligen endast ett lands monetära reserver, d.v.s. sådana som är tillgängliga för dess monetära instanser, som utgör dess internationella likviditet. Reserver är i korthet dess guld, utländska fordringar och kredit utomlands, men naturligtvis också vad dess centralbank genom olika åtgärder kan dra till sig av inom landet befintliga, i utlandet gångbara resurser.[41]) Alla dessa slag av reserver är dock inte överallt acceptabla för mottagaren. Guld och i guld konvertibla valutor accep-

---

[39]) *"The Adequacy of Monetary Reserves", IMF Staff Papers,* Vol. III, No. 2, October 1953 och *International Reserves and Liquidity,* WASHINGTON 1958.

[40]) *"The Adequacy"* etc., s. 183.

[41]) Till belysning av storleksordningen mellan tillgängliga och icke tillgängliga monetära reserver må följande uppgifter ur *International Reserves and Liquidity* citeras: "On the other hand, there are at the present time large holdings of gold and exchange outside of official reserves. Nonofficial holdings of gold are probably of the order of $10—12 billion, and nonofficial holdings of dollars and sterling may come to $7—8 billion. These are equal to at least one third of official country reserves of gold and exchange at the end of 1957. Moreover, all of those private holdings are owned outside the United States, so that it is more appropriate to compare them with the official reserves of those countries. For all countries excluding the United States, nonofficial holdings of gold, dollars, and sterling are equal to at least 60 per cent of their official reserves." s. 16.

teras överallt, medan inkonvertibla valutor, bilaterala swingfonder, multilaterala överskott, rätt till krediter i internationella fonder etc. blott inom avgränsade områden är acceptabla reserver.

Ett land behöver ha reserver för att kunna möta temporära underskott, men det är meningslöst att tala om likviditet för länder med kronisk betalningsbalansbrist, framhålles i expertundersökningarna. Härav följer kravet, att den inre ekonomien i ett land skall befinna sig i balans åtminstone på något längre sikt, så att underskott mot utlandet verkligen är temporära. Inte minst viktigt är därför förtroendet för vederbörande lands vilja och förmåga att fullgöra sina betalningsskyldigheter. Därav är ju bl.a. utlandets villighet att försträcka krediter beroende.

För en förbättring av den internationella likviditeten, vilken behövs för att vid stabila priser främja världshandelns tillväxt, hänvisar expertundersökningarna till de årliga tillskotten till de monetära guldförråden från guldproduktionen och till kreditinstrument tillskapade av de nationella monetära instanserna, respektive av internationella organ. Nyproducerat guld är den viktigaste likviditetsskapande källan, och det måste gå till monetära ändamål, om det skall kunna fylla sin likviditetsfunktion. Råder det tvivel om valutornas framtida värden, tenderar det emellertid att gå till privat tesaurering. Ingenting vinnes heller, om allt nytt guld används som medel att utjämna kontinuerliga brister i betalningsbalansen, i vilket fall reserverna samlas till några få fordringsägarländer. Ett grundläggande villkor för den internationella likviditetens stärkande är således inte endast balans på längre sikt i de utländska betalningarna utan även att någon del av det nyproducerade guldet lägges till de monetära reserverna i varje land. Dessa frågor behandlas utförligare i kapitel 11 och 12.

Av den framställning, som lämnats av Internationella valutafondens expertkommittéer, framgår, att den nationella likviditeten i internationella sammanhang bör ses främst som varje lands vilja att utjämna uppkommande saldi i sin utrikeshandel och mindre som en fråga om guldförrådets värde. Av särskild betydelse för bedömning av den internationella likviditeten är uppenbarligen graden av stabilitet i den inre ekonomien. Kommittéerna betonar också särskilt sambandet mellan monetära reserver och ekonomisk politik. Det är från

denna synpunkt man därför bör bedöma verkan av en allmän guldprishöjning som likviditetshöjande faktor. Skulle den innebära igångsättande av en världsomfattande inflationsprocess, skulle den kunna leda till försämring snarare än förbättring av den internationella likviditeten.

# *Parivärdesystemet*

## Nyckelvalutorna och 1950-talets institutionella förhållanden

Den följande framställningen har till förutsättning, att det amerikanska dollarpriset på guld förblir oförändrat vid nuvarande 35 U.S. dollars per ounce. Därmed är ingenting annat sagt om sannolikheten för ett oförändrat pris, än att frågan om ändring härav för dagen är inaktuell, och att inga skäl att tro på en sådan inom överskådlig framtid är för handen. Utgår man från att detta förhållande kan bli bestående exempelvis under ett decennium eller mer framöver, är därmed för samma tid en väsentlig förutsättning för penning- och valutapolitiken fixerad. Denna är man inte berättigad att bortse från.

Nittonhundratrettiotalets penningteoretiska och penningpolitiska diskussion rörde sig mycket om den s. k. styrda valutan (managed money, managed currency), varvid tyngdpunkten i diskussionen medvetet lades vid den isolerade hushållningen. Varje land var en enhet för sig, som i valutahänseende antogs vara oberoende av andra länder och självständigt kunde fullfölja egna penningpolitiska syften. Detta är av uppenbara skäl inte i samma mån tillåtligt under 1950-talet, där strävan är att komma bort från den nationella självtillräckligheten i dess olika former. Valutans vård är emellertid lika nödvändig som någonsin, men riktpunkterna är andra. Hänsyn måste bl. a. tagas till de internationella förbindelserna, och guldpriset i dollars är, som redan antytts, en faktor i detta sammanhang. Hur mycket denna betyder är just föremål för den kommande undersökningen.

När de institutionella förhållandena så starkt understrykes här, är det i den övertygelsen, att den ekonomiska vetenskapen i sin egenskap av samhällsvetenskap är tidsbunden. Den är även bunden till rummet, i det att det är det västerländska ekonomiska samhället, som i allmänhet beskrivs eller som ligger till grund för teoribyggnader. Det är i och för sig ingenting, som hindrar en vetenskaplig beskrivning av papuanernas ekonomiska förhållanden, men det är uppenbart orimligt att göra en

teori för marknadsoperationers verkningssätt hos detta folk, som saknar ett organiserat penningväsen. Till och med i ett ekonomiskt och finansiellt så välorganiserat system som det schweiziska är det föga mening med att studera operationer i öppna marknaden, eftersom dylika praktiskt taget aldrig förekommit där, då NATIONALBANKEN intill nyligen i lag varit förbjuden att bedriva sådana operationer. Däremot kan man givetvis söka föreställa sig, hur marknadsoperationer med ledning av erfarenheter från andra länder skulle verka, om de skulle komma till användning. Men detta är en annan frågeställning.

Att ADAM SMITH's ekonomiska teori är utomordentligt starkt påverkad av den i slutet av 1700-talet begynnande arbetsfördelningen är allmänt omvittnat. DAVID RICARDO's utrikeshandelslära, KARL MARX' löneteori, WALTER BAGEHOT's beskrivning av LOMBARD STREET, JOHN MAYNARD KEYNES' sysselsättningsteori, alla är de framställda mer eller mindre mot bakgrund av då rådande institutionella förhållanden. I slutet av 1950-talet är arbetsfördelningen, om ock i princip lika, driven så långt, att varje jämförelse med ADAM SMITH's tidsförhållanden är ytterligt orealistisk. RICARDO's lära om utrikeshandeln är mer än ifrågasatt,[1]) MARX' löneteori har ersatts av någonting, som mera är förhandling än lag, BAGEHOT's penningmarknad har förlorat i betydelse och KEYNES' arbetslöshet har förbytts i den fulla sysselsättningen. Det vore verklighetsfrämmande att blunda för de förändringar, som inträtt.

Fackföreningar och näringsorganisationer, storbolag och stater är institutioner, vilkas inflytande, makt och politik gestaltar den ekonomiska utvecklingen efter andra linjer än blott för några decennier sedan. Helhetsbilden av 1950-talets ekonomiska samhälle måste därför finnas i bakgrunden utan att mera ingående behöva beskrivas. Blott i ett hänseende är det viktigt att i detta arbete tydligt redovisa förutsättningen. Det är i fråga om den amerikanska dollarns ställning till guldet.

Naturligtvis kan det amerikanska guldpriset komma att ändras. I så fall återverkar det på det fortsatta resonemangets giltighet, utan att det på förhand kan sägas hur och i vilka avseenden. Författaern är givetvis medveten härom. Bedömningen är blott den, och det är en bedöm-

[1]) Jfr. t.ex. E. HECKSCHERS m.fl. artiklar i samlingsverket, *Readings in the Theory of International Trade*, PHILADELPHIA 1949.

ning rätt och slätt, att den amerikanska KONGRESSEN inte kommer att ändra dollarns guldvikt. Om detta är klokt eller oklokt, rimligt eller inte från amerikansk sida är givetvis en fråga, som kan diskuteras. Det är dock icke avsikten att taga upp den saken här. Det må andra göra, som har intresse därav. Här är det fasta guldpriset i dollar uppfattat såsom ett institutionellt faktum.

Strävandena i tiden går ut på sådana saker som full sysselsättning, stabilt penningvärde, ekonomiskt samarbete mellan länderna, vidgad internationell handel, frilistning, konvertibilitet m.m. På intet sätt kan ett studium av dessa saker bortse från den institutionella ramen, och medvetet eller omedvetet görs det naturligtvis inte heller i vetenskapliga arbeten. Vad som här framför allt understrykes, är penning- och valutapolitikens beroende av det fasta guldpriset såsom en nyhet i förhållande till 1930-talet, utan att det är fråga om tidigare decenniers guldmyntfot. Detta skall framgå tydligare av det följande.

En konsekvens av förutsättningen beträffande dollarn blir, att andra valutors ändringar av växelkurser och guldpris blir synonyma med appreciering eller devalvering mot dollarn. I fortsättningen kan därför växelkursförändringar lämpligen beskrivas med de okvalificerade termerna appreciering och devalvering, men läsaren bör ha i minnet, att ändringarna gäller i samma mån mot både dollarn och guldet.

Det har tidigare framhållits,[2]) att professor JOHN H. WILLIAMS präglat uttrycket *key currency*, nyckelvaluta, för sådana valutor, som är i allmänt bruk som internationellt betalningsmedel. Det är enligt hans mening dessa, som behöver stabiliseras för att få en internationell monetär organisation ägnad att främja ekonomisk stabilitet inom varje land för sig och ordnad samverkan länderna emellan. Det som föresvävar honom är, som han säger, "det sätt varpå guldstandarden verkligen arbetade kring England som det centrala landet under 1800-talet" snarare än "läroböckernas typ av guldstandard, vilken lärde, att monetär stabilitet vidmakthölls genom det kompensatoriska handlandet av ett stort antal länder av lika ekonomisk tyngd".[3]) Det är, säger

---

[2]) Jfr. ovan s. 57, not 11.

[3]) WILLIAMS, JOHN, H.: *Post-War Monetary Plans*, OXFORD 1949, ss. 150, 151.
"The difficulty for me is that I have long believed that there is another kind of approach to the problem, and one that deserves equally well the name of international collaboration even though it is constructed on less elaborate lines. This is

han vidare, de internationella valutorna, "vilkas uppträdande behärskar och bestämmer vad som händer alla de andra".

Denna sats, uttalad år 1943, fick sin särskilda belysning vid devalveringarna sex år senare. Som nyckelvalutor betecknade nämligen professor WILLIAMS i ett uttalande inför den amerikanska SENATENS bank- och valutakommitté rörande den s.k. BRETTON WOODSöverenskommelsen dollar och pund sterling, men han bestred givetvis icke, att andra valutor i begränsad omfattning kom eller kunde komma till användning för internationella betalningar.[4]) Att pundet tidigare i hög grad måste anses ha motsvarat begreppet nyckelvaluta, var väl oomtvistat. Vid 1949 års devalvering visade det sig emellertid, att det sistnämnda inte var en oriktig beskrivning på pundets ställning även då trots dess svaghet. Ungefär halva världen följde efter i devalveringen.[5]) Medan pundet sattes ned, stod dock dollarn och de andra valutor, som mäktade följa densamma, kvar på oförändrad nivå i förhållande till guldet.

Dollarns ställning som nyckelvaluta är inte direkt framsprungen ur

---

what might be called the key countries, or central countries, approach to the problem. It is closer in conception than either the Keynes or the White plan to the way the gold standard actually worked around England as the central country in the nineteenth century; whereas I have the feeling that those plans have a closer family relationship with what might be called the text-book type of gold standard, which implied that monetary stability was maintained by the compensatory action of a large number of countries of equal economic weight. What I call the key countries approach to monetary stabilisation could be tried with or whithout an international governing board, though I think this is not the main point of difference between the two ways of going at the problem.

The main difference is in the conception of how trade and finance are organized in the world, and of the importance of stabilizing the truly international currencies whose behaviour dominates and determines what happens to all the others. Though the organization of trade and finance has undergone much change since the nineteenth century, it still seems true that stabilization of the leading currencies with reference to each other, combined with co-operation among the countries concerned for the promotion of their own internal stability, would be the best foundation for monetary and economic stability throughout the world."

[4]) a. a., s. 349.

[5]) Enligt CONAN, A. R.: *The Sterling Area,* LONDON 1952, s. 160, blev andra sterlingländer icke konsulterade före devalveringen men följde ändå efter. Se också *Federal Reserve Bulletin,* March 1957, s. 253, för en uppskattning av pundets internationella betydelse.

ett officiellt ledarskap för ett block av länder. Den s.k. sterling-poolen däremot måste betecknas som en låt vara lös sammanslutning i valutasyfte av stater under brittisk ledning.[6]) Det är snarare FÖRENTA STATERNAS politiska betydelse, det amerikanska näringslivets storlek, omfattningen av dess utrikeshandel m.m., som ger dollarn dess nyckelställning.

Det väsentliga i professor WILLIAMS tankegång är således, att den gängse teoriens lära om ett antal ekonomiskt tämligen likvärdiga länder, vilka balanserade varandra med guldmyntfotens mekanism, icke var verklighetstrogen, utan att ENGLAND var 1800-talets politiska och ekonomiska centrum och pundet den nyckelvaluta, i vilken andra valutor såg sin ledare, samt att det i 1900-talets mitt finns två nyckelvalutor, vilka måste stabiliseras i förhållande till varandra, varpå övriga valutor följer med som "håret går med huden".[7])

**Internationella valutafonden**

Ur sistnämnda synpunkt är det av intresse att stanna något inför INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN och de idéer, som kommer till uttryck i dess stadga. Fonden, som omfattar 68 stater (år 1958) i den "västliga" världen undantagandes egentligen endast PORTUGAL och SCHWEIZ, har till allmänt syfte bl.a. "att främja internationellt samarbete i valutafrågor", "att befordra den internationella handelns utvidgning och harmoniska utveckling och därigenom medverka till uppnåendet och upprätthållandet av en hög nivå för sysselsättning och realinkomst samt till utvecklingen av samtliga medlemmars produktiva resurser", "att främja växelkursstabilitet, upprätthålla ordnade valutaförbindelser mellan medlemmarna och förhindra valutadepreciering i konkurrenssyfte" samt "att medverka till upprättande av ett multilateralt betalningssystem för löpande transaktioner mellan medlemmarna och till upphävande av valutarestriktioner, vilka hindra den

---

[6]) "'The sterling area to-day is a monetary area defined by the United Kingdom Government from time to time in terms of its Exchange Control regulations' (Bulletin of New Zealand Reserve Bank, June 1951)." Citerat från CONAN, a. a., s. VIII not 1.

[7]) WILLIAMS, a. a., s. 349. Jfr. också KEYNES, J. M.: *A Tract on Monetary Reform*, LONDON 1923, s. 205.

internationella handelns utveckling".[8]) I enlighet härmed får varje medlem bl.a. *förplikta* sig "att samarbeta med FONDEN för att främja växelkursstabilitet, upprätthålla ordnade valutaförbindelser med övriga medlemmar samt undvika växelkursförändringar i konkurrenssyfte".[9]) Denna bestämmelse får ses som en reaktion mot 1930-talets devalveringskonkurrens, som uppfattades som en metod att till grannarna exportera det egna landets arbetslöshet.[10])

I de föreskrifter rörande sättet att förverkliga växelkursstabilitet, som stadgan innehåller, träder dollarns nyckelställning fram bl.a. i bestämmelsen rörande valutornas parivärden. Det sägs nämligen, att "parivärdet av varje medlems valuta skall angivas i guld såsom gemensam nämnare eller i U.S. dollars av den vikt och finhet, som var gällande den 1 juli 1944",[11]) d.v.s. motsvarande ett guldpris av 35 dollars per ounce. Eftersom förändring av parivärdet av en medlems valuta endast må företagas på *förslag* av medlemmen ifråga — eller en allmän ändring blott med godkännande bl.a. av alla medlemmar, som har minst 10 procent av kvoternas totalsumma, och FÖRENTA STATERNA har närmare 30 procent — förtjänar det framhållas, att varken FÖRENTA STATERNAS PRESIDENT eller någon person eller myndighet *får föreslå* förändring i dollarns parivärde — eller godkänna någon allmän förändring i parivärdena — med mindre KONGRESSEN genom lagstiftning auktoriserar en sådan handling.[12])

Härigenom stadgas således, dels att andra valutors parivärden i praktiken skall fastläggas även i förhållande till dollarn, dels att det är till den dollar, som den amerikanska KONGRESSEN — och den allena — godkänner, för närvarande den som gällde den 1 juli 1944. Avvikelser från parivärdena för genomförande av köp- och försäljningstransaktio-

---

[8]) Avtal rörande INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS stadga, Art. I, *Kungl. Maj:ts proposition* nr 89/1950.

[9]) *Stadgan*, Art. IV, § 4.

[10]) ROBINSON, JOAN: *"Beggar-My-Neighbour Remedies for Unemployment"*, i *Essays in the Theory of Employment*, OXFORD 1947, omtryckt oförändrad i *Readings in the Theory of International Trade*, PHILADELPHIA 1949, s. 393.

[11]) *Stadgan*, Art. IV, § 1.

[12]) PATMANKOMMITTÉN, s. 37. "Section 5 of the Bretton Woods Agreements Act (22 U.S.C. 286 c) provides that neither the President nor any person or agency shall propose any change in the par value of the United States dollar or approve any general change in par values unless Congress by law authorizes such action."

ner i guld medges av FONDEN endast till för närvarande 1/4 procent över och under pariteten, medan maximi- och minimikurserna vid à vista valutatransaktioner får avvika med högst en procent och andra valutatransaktioner därutöver med "skälig" marginal.[13])

Vid inträde i FONDEN, eller viss tid därefter, vilken på grund av särskilda undantagsbestämmelser visat sig kunna draga ut i åratal, skall medlem angiva sin valutas parivärde och skall därefter inte ändra detta "annat än för att rätta till en fundamental jämviktsrubbning".[14]) Härmed deklareras den princip, varpå systemet är uppbyggt, nämligen stabilitet i de en gång angivna pariteterna. Jämviktsrubbningar "på grund av vederbörande medlems interna politik"[15]) ligger givetvis utanför FONDENS kompetensområde. Däremot finns det föreskrifter rörande tillvägagångssättet vid nödvändiga paritetsförändringar. Sådana skall företagas endast på förslag av medlem i fråga och endast efter samråd med FONDEN. Som redan framhållits kan dock enhetliga förändringar av samtliga valutor företagas av FONDEN, men varje särskilt land har rätt att undandra sig ett dylikt beslut. Denna skall icke resa invändning mot ändring upp till 10 procent av ingående parivärdet, den må godkänna eller resa invändning mot ytterligare 10 procent men skall delge sin ståndpunkt inom 72 timmar, och vid ännu större förändringar må den likaledes godkänna eller resa invändning, men har då längre tidsfrist. Skulle FONDEN icke godkänna förändringar, blir påföljden eventuellt, att rätten att använda dess resurser förverkas, eller att medlemmen anmodas utträda.

Förestående regler innehåller således inga direkta förbud att ändra

---

[13]) FONDEN motsatte sig dock inte vid förhandlingarna år 1955 om EPU's avlösning avsikten att sedermera vidga marginalen utöver de tillåtna 1 procenten på ömse sidor om pari för à vista transaktioner mellan de europeiska valutorna. En spännvidd av 3 procent, d.v.s. 1 1/2 procent på ömse sidor om pari, tillämpas numera av de flesta europeiska länder efter införande av den s.k. utlänningskonvertibiliteten i slutet av år 1958. Se *The Economist,* January 3, 1959, s. 57 och *International Financial News Survey,* January 9, 1959, s. 208.

[14]) KANADA angav ett ursprungligt parivärde 1 dollar = 100 U.S. cents den 18.12. 1946 men övergick till ett system av fluktuerande växelkurser den 30.9. 1950, varvid nytt parivärde icke angavs till fonden. Även FRANKRIKE har sedan den 26.1.1948 och fram till devalveringen den 29.12.1958 inte haft angivet parivärde för francen. *International Financial Statistics.*

[15]) *Stadgan,* Art. IV, § 5, mom. f.

växelkurserna, men det är ställt utom varje diskussion, att de skall tjäna syftet att hålla igen så mycket som möjligt. Det är inte meningen, att det skall vara lika enkelt och fritt från invändningar att ändra valutapariteter som under tidigare decennier, och det innebär ett erkännande av dem, som godkänner FONDENS stadga, att apprecieringar och devalveringar inte är ensidiga transaktioner, som lämnar andra parter oberörda. Insikten härom gör det naturligt att visa hänsyn, om det skall vara någon mening med en samverkan på det internationella planet i syfte att undanröja eller utjämna friktionsanledningar och irritationsmoment av detta slag. Växelkursförändringar träffar dessutom olika länder olika hårt alltefter omfattningen av de ekonomiska förbindelserna med det devalverande eller apprecierande landet. FONDENS uppgift är därför inte minst att vara ett forum, där berörda parter har tillfälle att framföra synpunkter och klagomål m.m. med anledning av förslag till växelkursförändringar.

Vilken betydelse skall då tillmätas INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN och dess principer och regler i 1950—60-talens värld? Ett land, som önskar bevara sin autonomi på växelkursområdet, behöver väl inte acceptera medlemskap i FONDEN? Det är givet, att suveräna nationer själva bestämmer, om de önskar ingå i denna eller inte, och många stater med SOVJETUNIONEN i spetsen står också utanför. Emellertid är det internationella ekonomiska samarbete, som pågår i den västliga världen, inte begränsat till valutaområdet. Det omfattar också regler för den internationella handeln över huvud taget, varav restriktioner för in- och utförsel av varor, diskrimineringar och preferenser, tullar, avgifter och skatter m.m. må nämnas.

Dessa regler har sammanfattats i den s.k. HAVANNAstadgan (1948), som avsetts ligga till grund för en internationell handelsorganisation, vilken (1958) ännu ej förverkligats. De har emellertid bringats i tillämpning i det allmänna tull- och handelsavtalet (GATT, 1949), vilket godkänts av länder, som svarar för tre fjärdedelar av världshandelns omslutning, och vilket tillkommit i avsikt att ersätta tidigare tillämpat system med bilaterala handelsavtal. Om dess allmänna syften behöver blott i korthet nämnas, att de går ut på "väsentlig nedsättning av tullar och andra hinder för handeln samt till avskaffande av diskriminerande behandling i den internationella handeln".[16]) Bland annat

[16]) Se *Kungl. Maj:ts proposition* nr 52/1950, vari stadgetexten återfinnes.

får principen om mest-gynnad-nations-behandling sin kodifiering i avtalet.

Eftersom direkta hinder m.m. för handel och varuutbyte lätt kan ersättas med inskränkningar i rätten att göra betalningar, innehåller GATT-överenskommelsen även hänvisningar till INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS bestämmelser rörande bruket av valutarestriktioner. Länder som biträder avtalet är därför antingen skyldiga att bliva medlemmar av FONDEN eller också att ingå ett särskilt valutaavtal med övriga parter. Detta avtal innehåller emellertid samma bestämmelser om parivärden, växelkursförändringar m.m., som ovan redogjorts för vid behandlingen av FONDENS stadga. Den enda egentliga skillnaden mellan att ingå i FONDEN eller att sluta ett särskilt avtal hänför sig därför till rätten att få göra valutatransaktioner med FONDEN, respektive att slippa göra kapitalinsats i densamma.[17])

Underlåtenhet att ingå i FONDEN eller sluta valutaavtal och därmed acceptera dessas principer medför således också avstående från GATT-avtalets regler för den internationella handeln. Länder, som icke deltar i dessa båda till en enhet hopkopplade system, utsätter sig för risken av diskrimineringar, handelskrig etc., särskilt om tveksamhet råder rörande deras valutapolitik. De torde i allmänhet vara hänvisade till att sluta bilaterala avtal med inbyggda kursgarantier eller liknande arrangemang.

Den betydelsen måste uppenbarligen tillerkännas INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN, att den är en integrerande del av det internationella samarbetet, och att de principer, varpå FONDEN uppbyggts, tillika är grundsatser, som är giltiga för samarbetet i dess helhet. Det är de regler, efter vilka för den internationella handeln tongivande länder samverkar.

Det mera regionalt betonade ekonomiska samarbete, som förekommer i den s.k. EUROPAORGANISATIONEN (OEEC) och i den till denna anslutna, numera avskaffade EUROPEISKA BETALNINGSUNIONEN (EPU) och dess efterföljare, den genom den EUROPEISKA VALUTAÖVERENSKOMMELSEN (EMA, 1955) tillskapade EUROPEISKA FONDEN (1959)

---

[17]) Detta angavs uttryckligen vara skälen för Sveriges anslutning till INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN. Kapitalinsatsen ansågs vara värd att göras. *Kungl. Maj:ts proposition* nr 89/1950, s. 15.

och MULTILATERALA CLEARINGEN (1959), är blott ett fullföljande av samma tankegångar, som kommer till uttryck i den föreslagna internationella handelsorganisationen och i INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN. Skillnaden är blott den, att de regionala organisationerna tänkts som temporära övergångsföreteelser, medan de båda andra skulle vara bestående. Beträffande EUROPEISKA BETALNINGSUNIONEN har redan framhållits, att dess räkneenhet var definierad som samma viktsmängd guld som dollarn.

Det är följaktligen en ganska realistisk beskrivning av förhållandena i mitten av 1900-talet att säga, att det är en långt gången sammansvetsning av valutorna, där nyckelpositioner intas av dollarn och i viss mån pundet, men där det är via dollarns bindning till guldet, som även övriga valutor får en tämligen fast anknytning till detsamma.

**Vad slags växelkursförändringar?**

När INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS stadga anger de föreskrifter, enligt vilka förändringar i parivärdena får företagas, åsyftas justeringar såväl uppåt som nedåt, och det förutsättes icke någon skillnad i sannolikheten av det ena eller andra slaget av förändringar. Däremot är det FONDENS i Artikel I uttalade ändamål att "förhindra valutadepreciering i konkurrenssyfte". Det är med andra ord ett av syftena med hela institutionens tillkomst att förhindra devalveringar av visst slag. Något uttryckligt stadgande, som förbjuder valutaappreciering i avsikt att exempelvis försvåra ett genomslag inom ett land av en internationell prisstegring, eller att för utlandet fördyra en viktig exportvara med internationell monopolställning, finnes icke, om dessa syften låter sig förena med förutsättningen för växelkursförändring, nämligen fundamental jämviktsrubbning.

Anledningen till att en viss åtskillnad görs mellan appreciering och devalvering kan emellertid knappast vara mer än en. Uppenbart är, att sannolikheten för en ändring av det förra slaget i ljuset av gångna tiders erfarenheter betraktas som ganska ringa, medan den bedöms som stor, t.o.m. mycket stor, för det senare slaget. I alla händelser kan det vara förtydligande att erinra om att, när den amerikanska KONGRESSEN fastställt guldpriset och förbehållit sig att själv bestämma över den

dollar, som i VALUTAFONDEN är gemensam nämnare för andra valutor, innebär det inte endast, att guldpriset inte skall höjas, utan även att det inte skall sänkas och dollarn därmed apprecieras mot guldet och eventuellt andra valutor. Den viktigaste valutan bedöms därmed icke skola begagna rätten till växelkursförändring vare sig uppåt eller nedåt. För andra medlemsvalutor är situationen tydligen en annan. De kan justeras uppåt, men kommer de att göra det? De kan justeras nedåt. De får göra det, blott det inte sker i "konkurrenssyfte" och formerna iakttas. Kanske skulle det kunna sägas, att det i princip icke är förbjudet att devalvera, när det sker i anpassningssyfte. Outtalad föreligger således en bedömning av sannolikheten för det ena eller det andra slaget av växelkursförändringar, som motiverar en något närmare undersökning av vad som faktiskt inträffat på detta område under en viss tidsrymd bakåt.

Hur många och vad slag av apprecieringar har förekommit, hur är det historiskt sett med devalveringarna, och hur är förhållandet i antal mellan dem båda? En fullständig uppräkning är inte möjlig att göra här och är heller inte nödvändig. Tillräckligt mycket material för en tillfredsställande belysning av frågan finns ändå att tillgå. En genomgång av ett dussintal av de ur handelssynpunkt viktigaste valutornas öden sedan slutet av 1800-talet skall därför göras. Urvalet har gjorts så, att de undersökta valutorna svarar för bortåt tre fjärdedelar av världshandelns omsättning.

Det visar sig därvid, att antalet under fredsförhållanden i den västliga världen genomförda apprecieringar är ytterst ringa. Den svenska kronan höjdes i juli 1946, men höjningen var förbunden med valutareglering. Efter tre år följdes uppskrivningen av en devalvering, som mer än utsuddade apprecieringen. Därutöver kan nämnas apprecieringarna under andra världskriget av den danska kronan med ca 8 procent den 22 januari 1942, vilken efter en mindre justering varade till den 18 september 1949, av den norska kronan med ca 6 procent från den 9 april till 6 juli 1940 och av den portugisiska escudon med ca 14 procent den 1 augusti 1940 till den 19 september 1949, alla med stöd av valutarestriktioner.

Ett särskilt fall är den kanadensiska dollarn, som efter en längre tid av fluktuerande kurs fick sitt parivärde återställt i juli 1946 till en kanadensisk dollar lika med 100 U.S. cents, vilket parivärde ur-

sprungligen fixerades vid devalveringen 11 april 1933 men blott temporärt kunde hållas.

I september 1949 företogs en ny devalvering till en kanadensisk dollar lika med 90,909 U.S. cents, men sedan september 1950 lämnades kursen åter fri att fluktuera och steg då efter hand till i jämnhöjd med U.S. dollarn och t.o.m. däröver.[18]) Av valutahöjningarna är det kanske den sistnämnda, som bäst gör skäl för namnet appreciering, då den icke har till förutsättning och ej heller upprätthålles med stöd av valutarestriktioner utan tills dato av ett starkt kapitalinflöde för investeringar från FÖRENTA STATERNA. Ännu så länge måste den dock betecknas som ett försök, vars definitiva framgång och formella bekräftelse det är för tidigt att sia om.

Är appreciering så sällsynt, att den måste betecknas som ett undantag, är devalvering i stället så ofta förekommande, att det är berättigat att tala om regel. Antalet devalveringar är nämligen mycket stort. Från nedanstående sammanställning omfattande 15 länder kan framräknas 56 klart påvisbara och officiellt erkända valutanedsättningar. Dessutom är det säkerligen flera av de uppräknade länderna, t.ex. ITALIEN och ARGENTINA, vilkas devalveringsantal är för lågt angivna i tabellen. Medan det knappast kan framletas en enda appreciering annat än under mycket speciella förutsättningar såsom valutareglering och importrestriktioner — den kanadensiska möjligen undantagen, men denna är i stället inte officiellt bekräftad — är devalveringarna däremot talrika.

Behöver med detta material för ögonen tvekan råda om sannolikheten rörande arten av eventuella växelkursförändringar? Är icke svårigheten den att hindra devalvering, och består inte konsten i att upprätthålla ett en gång fastlagt parivärde? Den frågan är emellertid också ställd, om det över huvud taget behövs några parivärden, och om inte växelkurserna kan lämnas att fluktuera fritt?

---

[18]) INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN lämnade sitt medgivande till åtgärden men tog fasta på "the intention of the Canadian Government to remain in consultation with the Fund and to re-establish an effective par value as soon as circumstances warrant". *IMF Annual Report* 1951, s. 45.

## Parivärden 1803—1958

(Uppgifterna ur *Statistisches Jahrbuch der Schweiz* 1948 kompletterade från *International Financial Statistics* och *Bank for International Settlements, Annual Reports.)*

| Land | Valutaenhet | Datum | Guldvikt i mg fint guld |
|---|---|---|---|
| 1. *Belgien* | Franc | 5. 6.1882 | 290,3226 |
| (1882—1958) | Belga = 5 Francs | 25.10.1926 | 209,211 |
| Devalveringar 4 | » » | 1. 4.1935 | 150,632 |
| | Franc | 1. 1.1945 | 20,277 |
| | » | 21. 9.1949 | 17,7734 |
| 2. *Danmark* | Krona | 27.5.1873—29.9.1931 | 403,2258 |
| (1873—1958) | » | 1. 9.1939 | 171,3266 |
| Devalveringar 3 | » | 22. 1.1942 | 185,5264 |
| Appreciering 1 | » | 18.12.1946 | 185,178 |
| | » | 18. 9.1949 | 128,660 |
| 3. *Frankrike* | Franc | 28. 3.1803 | 290,3226 |
| (1803—1958) | » | 25. 6.1928 | 58,95 |
| Devalveringar 10 | » | 1.10.1936 | 44,1 |
| | » | 21. 7.1937 | 38,7 |
| | » | 12.11.1938 | 24,75 |
| | » | 29. 2.1940 | 21,006 |
| | » | 26.12.1945 | 7,4611 |
| | » Ingen fast paritet | 26. 1.1948 | 3,26 |
| | » » » » | 19. 9.1955 | 2,54 |
| | » » » » | 28.10.1957 | 2,12 |
| | » Fast paritet | 29.12.1958 | 1.8 |
| 4. *Italien* | Lira | 24. 8.1862 | 290,3226 |
| (1862—1958) | » | 21.12.1927 | 79,1911 |
| Devalveringar 3 | » | 5.10.1936 | 46,77 |
| | » Ingen fast paritet | 19. 9.1949 | 1,423 |
| 5. *Nederländerna* | Gulden | 6.6.1875—26.9.1936 | 604,8 |
| (1875—1958) | » | 16. 7.1940 | 475,6143 |
| Devalveringar 4 | » | 7.1945 | 336,7 |
| | » | 19.12.1946 | 334,987 |
| | » | 21. 9.1949 | 233,861 |
| 6. *Norge* | Krona | 4.6.1873—27.9.1931 | 403,2258 |
| (1873—1958) | » | 29. 8.1939 | 201,9708 |
| Devalveringar 5 | » | 9. 4.1940 | 215,0537 |
| Appreciering 1 | » | 6. 7.1940 | 201,6129 |
| | » | 17. 5.1945 | 185,1398 |
| | » | 19.12.1946 | 179,067 |
| | » | 18. 9.1949 | 124,414 |
| 7. *Portugal* | Escudo | 22. 5.1911 | 1.625,85 |
| (1911—1958) | » | 9.6.1931—21.9.1931 | 66,51 |
| Devalveringar 5 | » | 5. 9.1939 | 33,6118 |
| Appreciering 1 | » | 14.11.1939 | 32,3153 |
| | » | 1. 8.1940 | 37,028 |
| | » | 19. 9.1949 | 30,91 |

| Land | Valutaenhet | Datum | Guldvikt i mg fint guld |
|---|---|---|---|
| 8. *Storbritannien* (1816—1958) Devalveringar 3 | Pund Sterling | 22.6.1816—21.9.1931 | 7.322,3818 |
| | » | 5. 9.1939 | 3.702,7971 |
| | » | 18.12.1946 | 3.581,34 |
| | » | 18. 9.1949 | 2.488,28 |
| 9. *Sverige* (1873—1958) Devalveringar 2 Appreciering 1 | Krona | 30.5.1873—28.9.1931 | 403,2258 |
| | » | 28. 8.1939 | 211,5884 |
| | » | 13. 7.1946 | 246,853 |
| | » | 20. 9.1949 | 171,783 |
| 10. *Schweiz* (1865—1958) Devalvering 1 | Franc | 23.12.1865*) | 290,3226 |
| | » | 27. 9.1936 | 203,2258 |
| 11. *Tyskland* (1871—1958) Devalveringar 3 Anm. Övergången från marken till riksmarken representerar en devalvering. | Mark | 4.12.1871 | 358,4229 |
| | Riksmark | 30. 8.1924 | 358,4229 |
| | D-Mark | 21. 6.1948 | 296,2236 |
| | » | 29. 9.1949 | 211,588 |
| 12. *Japan* (1897—1958) Devalveringar 6 | Yen | 8. 3.1897 | 750,00 |
| | » | 11. 8.1937 | 290,00 |
| | » | 21.10.1939—29.12.1941 | 208,2822 |
| | » | 8.1945 | 39,245 |
| | » | 12. 3.1947 | 17,773 |
| | » | 5. 7.1948 | 3,291 |
| | » | 25. 4.1949 | 2,4685 |
| 13. *Argentina* (1881—1958) Devalveringar 4 | Guld-Peso | 5.11.1881 | 1.451,613 |
| | Pappers-Peso | 4.11.1899 | 638,7097 |
| | Guld-Peso | 13.10.1931 | 879,901 |
| | » | 22. 9.1939 | 264,6273 |
| | Pappers-Peso | 9. 1.1957 | 49,3706 |
| 14. *Kanada* (1910—1958) Devalveringar 2 | Dollar | 4. 5.1910 | 1.504,6309 |
| | » Fluktuerande kurs | 11. 4.1933 | 888,6709 |
| | » Fast paritet | 13. 7.1946 | 888,671 |
| | » | 19. 9.1949 | 807,8828 |
| | » Fluktuerande kurs | 30. 9.1950 | |
| 15. *Förenta staterna* (1837—1958) Devalvering 1 | Dollar | 18. 1.1837 | 1.504,6309 |
| | » | 31. 1.1934 | 888,6709 |
| Summa devalveringar 56 apprecieringar 4 | | | |

*) Latinska myntunionen

**Parivärden eller fluktuerande växelkurser?**

Parivärden eller fluktuerande växelkurser kan av lättförklarliga skäl inte diskuteras såsom alternativa valutasystem, ty såsom framhålles i INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS årsrapport 1951, ligger underförstått hos argumenten för fluktuerande växelkurser antagandet, att någon större valuta förblir stabil, mot vilken de fluktuerande valutorna kan operera.[19]) I så fall torde det ligga närmast till hands att betrakta fluktuationerna såsom ett särskilt slag av växelkursförändringar utöver apprecieringar och devalveringar.

Det kan naturligtvis förhålla sig så, att det därvid blott är fråga om förberedelse till övergång till ett annat parivärde, i vilket fall det närmast är fråga om en över en längre eller kortare tid utdragen devalvering eller appreciering. Talrika exempel finns på långvariga devalveringsprocesser och möjligt är, att KANADAS rörliga växelkurs i sinom tid blir att likna vid övergången till ett annat parivärde.[20]) När det emellertid, som fallet är med den kanadensiska dollarn, är fråga om åratal av relativ stabilitet med fluktuationer, som inte avviker alltför starkt från ett medelläge men väl från tidigare paritet, är det missvisande att däri blott se en övergångsföreteelse. Det vore då kanske rimligare att betrakta det som en självständig och speciell form av växelkursförändringar inom ramen av ett på parivärden grundat valutasystem.

Ehuru ett flertal länder icke har fixerade parivärden, viktigast bland dem ITALIEN, tillämpar de i praktiken fasta växelkurser. Några har emellertid fluktuerande växelkurser, men KANADA är det enda ekonomiskt stora av dessa. I och för sig är det naturligtvis ingenting, som hindrar, att flera än en valuta fluktuerar. Man bör blott inse, att systemet med parivärden försvagas, ju färre de mot guldet fixerade va-

---

[19]) *IMF Annual Report* 1951, s. 38. "Parenthetically it may by mentioned that generally implicit in the arguments for fluctuating rates is the assumption that some major currency will remain stable as a point against which to operate the fluctuating rates." Se för diskussionen om de fluktuerande växelkurserna ss. 36—41.

[20]) Detta var också den uppfattning den kanadensiske finansministern gav uttryck åt i sin kommentar till beslutet i september 1950. Han hoppades, att den kanadensiska dollarn skulle komma tillbaka till paritet med U.S. dollarn och fluktuationerna därefter begränsas till en procent på vardera sidan. *The Economist*, Oct. 7, 1950, s. 585.

lutorna blir. Det internationella parivärdesystemet är ömtåligt, emedan det inte alltid är så lätt för de enskilda medlemmarna att upprätthålla sina valutors paritet. Varje valuta är från tid till annan utsatt för påfrestningar, av tillfällig såväl som mera varaktig art, från yttre och inre ekonomiska krafters sida. Följaktligen lämnas även en vid ett parivärde bunden valuta spelrum för viss rörlighet, vilket i FONDENS stadga angivits till en procent över respektive under pariteten vid à vista valutatransaktioner.[21]) Denna möjlighet till avvikelser från pari tjänstgör med andra ord som stötdämpare mot störningar i ekonomien.

En fluktuerande valuta skulle därför kunna sägas vara en, som tillämpar ett väsentligt större spelrum för avvikelser än det i FONDENS stadga godtagna för fixerade valutor. Även om avvikelserna inte skulle behöva vara begränsade till en på förhand angiven procentsats, finge det väl i alla fall anses vara stridande mot tanken på stabilitet vid ett ursprungligt parivärde att göra dem så stora och så långvariga, att det i praktiken blir fråga om en regelrätt appreciering eller devalvering. Det är väl detta, som är dilemmat med den kanadensiska dollarns fluktuerande kurs, att avvikelsen tidtals varit så stor, att det är en de facto appreciering, som borde bekräftas genom åsättande av ny paritet, emedan fluktuationerna äger rum kring ett nytt och förhöjt medelläge. Apprecieringen, d.v.s. det förhöjda medelvärdet, skulle m.a.o. vara det väsentliga. I strid häremot görs emellertid fluktuationerna till det väsentliga och åberopas som skäl för att inte fullgöra skyldigheten att ange ny paritet.

I diskussionen för och emot fluktuerande växelkurser anläggs i allmänhet inte de synpunkter av mera teknisk-definitorisk art på frågans innebörd, som ovan anförts.[22]) Argumenten bottnar snarare i en viss uppfattning om växelkursernas allmänna roll i det ekonomiska systemet.

När det hävdas, att valutorna bör lämnas frihet att finna sin "naturliga" nivå genom marknadens fria spel, är detta uttryck för att en valutas växelkurs betraktas som ett pris, som bestäms av tillgång och

---

[21]) Under guldmyntfot fanns likaledes ett visst spelrum för avvikelser från pari, nämligen mellan de s.k. guldpunkterna, bestämda av kostnaderna för att sända guld från ett land till ett annat.

[22]) Se härom *IMF Annual Report* 1951, ss. 36—41.

efterfrågan, men också att det finns en viss "naturlig" kurs, som bringar stabil jämvikt vid en viss nivå mellan dessa båda faktorer.

När det åter hävdas, att växelkurserna bör ha frihet att fluktuera för att så smidigt som möjligt kunna anpassas till förändringar i ekonomiens inre och yttre villkor, betraktas de såsom varande utan varje målsättning för valutans yttre värde.

När det anses, att de behöver kunna fluktuera, därför att de bör motverka störningar utifrån på den inhemska ekonomien eller tryck inifrån, som hotar betalningsbalansen, ser man i desamma ett ekonomisk-politiskt vapen.

Mot tanken på fluktuerande växelkurser anförs från VALUTAFONDENS sida, att det inte existerar någon "naturlig" jämviktsnivå för en valutas växelkurs, ty denna beror på den ekonomiska, finansiella och monetära politik, som bedrivs av landet ifråga liksom också av den politik andra länder, varmed ekonomiska förbindelser upprätthålles, för. Jämvikten skapas inte självständigt av växelkursen. Den skapas främst av den ekonomiska politiken. Det är vidare inte växelkurserna, som alltid skall anpassas, utan en anpassning skall, för att tala med fondstadgan, endast ske vid "fundamentala jämviktsrubbningar". Det är producenter, säljare och konsumenter, som skall anpassa sig till de pris- och kostnadsrelationer, som valutapariteterna ger upphov till. Härför måste givetvis tid ställas till förfogande, liksom det tar tid, innan det visar sig, hur betalningsbalansen svarar till pariteten. Växelkursen bör inte vara en formalitet.[23]) Den bör heller inte vara ett ekonomisk-politiskt vapen, ty andra länder berörs ogynnsamt av en självtillräcklig växelkurspolitik, och hänsyn måste visas andras intressen, om det skall vara möjligt att genom samarbete mildra verkningarna av ekonomisk nationalism och säkra fördelarna av utvidgad internationell handel.

Den brittiska tidskriften *The Economist* säger också med rätta om de fluktuerande växelkurserna, att deras förfäktande är att "slå mot själva grundvalen för BRETTON WOODSfilosofien".[24]) Därtill skulle

[23]) "it is a striking fact that the maintenance of stable rates of exchange is virtually the invariable objective of all countries at all time." *IMF Annual Report* 1951, s. 37.
[24]) *The Economist*, Sept. 15, 1951, s. 641. "The Fund report also replies at some length to the contention that, since no calculation of correct or natural exchange parities can be made in present circumstances, no useful purpose can be served by

kunna läggas, att den fluktuerande valutan gärna vill ha fördelen av rörelsefrihet, när andra ligger fasta, men själv inte vill underkasta sig de nackdelar, som eventuellt kan vara förenade med ett fast parivärde för egen del. Ovisst är däremot, om den skulle vilja dela ansvaret för eventuellt uppträdande kaotiska förhållanden till följd av ett mera allmänt frångående av parivärdena eller finna det till lika stor egen fördel, om ett stort antal viktiga valutor fluktuerade.

Sammanfattningsvis kan således konstateras, att det existerar ett på guldet baserat parivärdesystem, som därför lämpligen kan ge namn åt *guldparistandarden.* Detta uppdrar vissa gränser för handlandet på det valutapolitiska området. Allmän tillämpning av fluktuerande växelkurser kan inte tänkas som ett alternativt system. Det skulle icke vara något system alls, och kan inte läggas till grund för ett samarbete på det internationella planet mellan nationerna, utan skulle förmodligen endast resultera i bilateralism och ett allas krig mot alla. Det slag av förändringar i parivärdena, som har nästan uteslutande aktualitet, är devalveringar. Appreciering är undantaget, som bekräftar regeln. Det är tveksamt, huruvida fluktuerande växelkurser skall anses vara ett särskilt slag av växelkursförändring utöver de två nyssnämnda. I viss mån blir det en bedömningsfråga. Gränserna är nämligen flytande mellan vad som skall anses vara en de facto devalvering eller appreciering å ena sidan och enbart större avvikelse från en paritet inom ramen för ett parivärdesystem å den andra. En procent åt vardera hållet från pariteten anses nämligen icke strida mot den fasta paritetens princip. Ett högre procenttal skulle måhända inte heller behöva göra det. Den stora frågan är emellertid, hur ett en gång angivet parivärde skall kunna bibehållas. Därvid är det närmast devalveringsproblemet, som behöver studeras.

---

attempting to impose rigid parities on member countries. Needless to say, this argument is attacked root and branch, since it strikes at the whole basis of the philosophy of Bretton Woods." I sin kommentar till Kanadas övergång till fluktuerande växelkurser gör *The Economist* (Oct. 7, 1950, s. 585) följande uttalande: "Canada's action violently contradicts the spirit of the IMF agreement and represents one more breach in the idealistic international monetary structure for which plans were laid at Bretton Woods." För egen del synes skribenten i *The Economist* luta åt större elasticitet för växelkurserna än som medgives i fondstadgan. I den allmänna diskussionen har också föreslagits större avvikelser för valutatransaktioner än en procent, exempelvis 2,5 resp. 5 procent från parivärdet.

# *Devalveringsproblemet*

**Fundamental jämviktsrubbning**

Det enda slag av devalvering, som INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS stadga tillåter, är en som är avsedd att "rätta till en fundamental jämviktsrubbning". Det är det enda, som så att säga har officiell sanktion. Skillnaden mellan devalvering i konkurrenssyfte, mot vilken stadgan uttalar sitt anatema, och anpassningssyfte, som är tillåten, har redan framhållits. Frågan ställer sig omedelbart. Anpassning till vad? Är det något slags föreställning eller teori om köpkraftspariteter, om något inhemskt penningvärde, till vilket valutans parivärde behöver anpassas såsom något slags efterhandskorrigering, som ligger bakom denna visserligen inte villkorslöst men dock accepterade anpassningsprincip? På sätt och vis är detta riktigt.

Det kan t.ex. vara ofrånkomligt att undanröja en officiell valutakurs, som blivit orimlig genom uppenbar oförmåga att på det internationella planet fullgöra redan ingångna betalningsförpliktelser. Kursen kan ha konserverats från en tidigare period och vidmakthållits på administrativ väg exempelvis genom import- och valutarestriktioner, vilkas avskaffande anses önskvärt, eller den befaras för framtiden icke kunna upprätthållas utan införande av liknande restriktioner. Det är till detta INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS stadga tagit hänsyn med sin formulering *fundamental jämviktsrubbning*.

Professor R. F. MIKESELL hävdar, att vad som föresvävade stadgeförfattarna vid tillkomsten av detta devalveringskriterium var betalningsbalansen.[1]) Å andra sidan är det riktigt, som framhållits av t.ex.

[1]) MIKESELL, R. F.: *United States Economic Policy and International Relations*, NEW YORK 1952, s. 134. "Also, for what it is worth, the author is in possession of an unpublished memorandum, circulated informally among the technical experts of other governments just prior to the Bretton Woods Conference, which discusses the concept of 'fundamental disequilibrium' in terms of a condition in which 'other satisfactory measures cannot be taken to restore equilibrium in a country's balance of payments position'."

professor ALVIN H. HANSEN, att denna kan vara i jämvikt, samtidigt som ett land lider av en fundamental jämviktsrubbning i form av omfattande arbetslöshet.[2]) Devalvering av den anledningen faller emellertid närmast under den förbjudna kategorien "konkurrenssyfte". Det är inte fundamental jämviktsrubbning i fondstadgans mening. Professor MIKESELL styrker sin, mot professor HANSEN's avvikande uppfattning med hänvisning till att, när ingångspariteter skall fastställas för länder, som inträder i FONDEN, refereras det till betalningsbalansen och vidare till ett uttalande av FONDENS direktörer år 1946, där arbetslöshetsfrågan som skäl till devalvering berörs men görs beroende av betalningsbalansen.[3]) Professor G. HABERLER anser, att uttrycket bör tolkas så, att en eventuell arbetslöshet främst skall bekämpas med inhemska medel, och först sedan brist uppstått i betalningsbalansen, bör devalvering kunna komma i fråga.[4])

Sannolikast är väl, att fundamental jämviktsrubbning hänför sig till ett lands utländska betalningar och ingenting annat. FONDEN är ju ett valutapolitiskt organ. Det är dess uppgift att handlägga problem, som uppkommer i samband med ett lands oförmåga att fullgöra sina internationella betalningsåtaganden temporärt såväl som mera varaktigt och göra det på ett sådant sätt, att störningarna blir så små som möjligt såväl för det land, som överväger att devalvera, för dess fordringsägare som för de allmänna syften, som är gemensamma för fondmedlemmarna, d.v.s. den internationella handelns utveckling i frihet, hög sysselsättning, stor realinkomst etc.

---

[2]) HANSEN, A. H.: "*Fundamental Disequilibrium*" i *Foreign Economic Policy for the United States*, edit. S. E. HARRIS, CAMBRIDGE, MASS. 1948, ss. 379—383.

[3]) MIKESELL, a. a., s. 134. "The Executive Directors interpret the Articles of Agreement to mean that steps which are necessary to protect a member from unemployment of a chronic or persistent character, *arising from pressure on its balance of payments*, are among the measures necessary to correct a fundamental disequilibrium; and that in each instance in which a member proposes a change in the par value of its currency to correct a fundamental disequilibrium the Fund will be required to determine, in the light of all relevant circumstances, whether in its opinion the proposed change is necessary to correct the fundamental disequilibrium." *IMF Annual Report* 1946, ss. 105—106.

[4]) HABERLER, G.: "*Currency Depreciation and the International Monetary Fund*" i *Foreign Economic Policy for the United States*, edit. S. E. HARRIS, CAMBRIDGE, MASS. 1948, ss. 388—392.

Ett överutbud av ett lands valuta på internationella marknader skapar allvarliga svårigheter för den officiella växelkursen. Utländska innehavare av ifrågavarande valuta kan inte hindras att sätta ned priset. Varför skulle också eventuella köpare betala mer i sina egna pengar än de behöver för någonting, som bjuds ut i överflöd? Inte bryr de sig heller om att fråga vare sig utgivarna av den överflödiga valutan eller INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN om lov för sin prissättning. Resultatet blir en oenhetlig, fluktuerande, spekulativ kursbildning, som inte kan undgå att, om den får fortvara under en längre tid, försvåra den internationella handeln och återverka ogynnsamt på produktionen m.m., främst i det land, som inte kan försvara sin valuta.[5]) Utländska innehavare och köpare av valuta blir i praktiken de, som primärt devalverar densamma, inte vederbörande lands officiellt ansvariga myndigheter. Detta är kanske den allra viktigaste synpunkten, när det gäller att tolka innebörden av och meningen med fundamental jämviktsrubbning. Har nämligen på internationella valutamarknader utbildat sig en kurs, som är lägre än den officiella, och överskottsutbudet inte kan köpas upp eller på annat sätt steriliseras, t.ex. lånevägen, av de officiella organen, d.v.s. centralbanken m.fl., till den officiella kursen, återstår i frånvaro av valutarestriktioner blott en anpassning nedåt, d.v.s. devalvering.

Antingen en sådan situation redan utbildat sig, eller den skulle utbilda sig vid borttagande av valutarestriktioner, eller den håller på att utbilda sig på ett sätt, som bedöms som oroväckande, gemensamt för samtliga är, att VALUTAFONDEN kan göra en viktig insats för att åvägabringa, vad som kanske bäst återges på originalspråket, "orderly conditions in the market", d.v.s. ordnade marknadsförhållanden. Men FONDENS resurser är begränsade både totalt sett och för det individuella fallet. Den kan och bör lämpligen inte sätta in mer än en mindre del av sina tillgångar till förmån för ett enda land, för att inte komma

[5]) I samband med 1930-talets devalveringar tillskapades ett stort antal valutautjämningsfonder, vilkas uppgift det var att stabilisera den egna växelkursen. För att motverka spekulationen hemlighölls valutainnehavet så mycket som möjligt, men när detta sjunkit tillräckligt, blev även valutafonderna vanmäktiga. I samband med den s.k. Suezkrisen år 1956 blev det INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS uppgift (dess till dato största) att stödja det brittiska pundet mot spekulativa attacker, konstateras i *Federal Reserve Bulletin*, March 1957, s. 255.

i den situationen att helt nödgas vända ryggen åt andra.[6]) Vad den kan göra är att konstatera, att det råder fundamental brist på jämvikt i den mening, som här angivits, nämligen i betalningshänseende; att den med en valutaoperation, d.v.s. ett eget kortfristigt lån, icke skulle kunna återföra eller vidmakthålla vederbörandes officiella paritet; samt att en anpassning, d.v.s. devalvering, är ofrånkomlig men bör genomföras i ordnade former, ävensom att FONDEN är beredd att lämna stöd i samband med övergångsperiodens påfrestningar.

Det måste emellertid alltid i sista hand vara vederbörande lands sak att se till, att det blir jämvikt i betalningarna. Ansvaret kan bara ligga på ett håll, och om FONDEN skulle motsätta sig en devalvering, som är "nödvändig för att rätta till en fundamental jämviktsrubbning", d.v.s. i betalningshänseende, komme ansvaret för jämviktens upprätthållande att övergå på FONDEN, en anordning som skulle falla på sin egen orimlighet. Fundamental jämviktsrubbning är ett nödvändigt villkor för devalvering, något som är FONDENS sak att konstatera, men devalvering är icke ett tillräckligt villkor för betalningsjämviktens återställande, vilket är medlemmens sak att taga konsekvenserna av. De s.k. inre åtgärder, som kan vara erforderliga för att påverka inkomstutvecklingen inom ett land, kan ju inte genomföras av FONDEN utan på sin höjd rekommenderas av denna. Det är vederbörande medlems sak att själv svara för sin egen interna politik och tillika bära ansvaret härför.

Detta är en mera blygsam och anspråkslös tolkning av begreppet fundamental jämviktsrubbning, som bättre svarar mot praktiska behov och realiteter i den ekonomiska utvecklingen ävensom mot FONDENS storlek och faktiska resurser. Att söka efter generella kriterier av typen olikheter i köpkrafts-pris-kostnads-sysselsättningsparitet eller t.o.m. betalningsbalans, vilken senare kan innefatta så mycket av kapitalrörelser av olika slag och ge upphov till så stora definitionssvårigheter, förefaller däremot vara en smula överambitiöst.[7])

---

[6]) I samband med den s.k. Marshallhjälpens tillkomst inställdes FONDENS valutaoperationer i allt väsentligt. FONDEN kan också komma i den situationen att nödgas förklara en valuta, t.ex. dollarn, för knapp, därför att denna lånats ut för frikostigt, framhålles i *The Economist*, May 25, 1957, s. 714.

[7]) Jfr. TRIFFIN, R.: *"National Central Banking and the International Economy"* i *International Monetary Policies, Post-War Economic Studies*, N:o 7, September

Anpassningssyftet är alltså ett speciellt sådant. I praktiken blir det fråga om en anpassning nedåt till ett redan inträffat eller ofrånkomligen väntat lägre utlandsvärde på valutan på grund av bristande förmåga att fullgöra de internationella betalningarna under frånvaro av valutarestriktioner. Förutsättningarna är därmed givna för en devalvering, när det dessutom kan konstateras, att betalningarna endera på grund av bristande möjligheter att lånevägen uppbringa medel härtill eller att via dragningsrätten i VALUTAFONDEN få erforderliga belopp härför, inte kan återupptagas till officiell kurs. Bibehållande av en orealistisk paritet skulle då utgöra ett hinder för den internationella handeln med ifrågavarande land och inverka störande på dess produktion, sysselsättning m.m., ett hinder som bör undanröjas och uppenbarligen icke kan undanskaffas på annat sätt än genom devalvering.

**Terms of trade**

Om devalvering enligt fondstadgan endast får tillgripas för att rätta till en fundamental jämviktsrubbning, vilken enligt tolkningen i föregående avsnitt hänför sig till utlandsbetalningarna, ligger slutsatsen nära till hands att betrakta devalvering som en metod att förbättra betalningsbalansen och inte endast som ett medel att undanröja det hinder för ett ordnat varuutbyte, som den officiella växelkursen i vissa lägen kan utgöra. Förespråkare för import- och valutarestriktioner har emellertid riktat starka invändningar mot devalveringar med hänvisning till deras ogynnsamma inverkan på bytesrelationerna, vilken antagits snarare försämra än förbättra betalningsbalansen.[8]) Även företrädare för

1947 utg. av *Board of Governors of the Federal Reserve System*, WASHINGTON 1947, s. 55.

[8]) BALOGH, T., som i sin bok, *The Dollar Crisis*, OXFORD 1949, uppträder som anhängare av import- och valutarestriktioner och som motståndare till devalvering, diskuterar verkan av en sådan, som företages i syfte att övervinna störningar i betalningsbalansen till följd av konjunktur- och säsongmässiga orsaker, och säger härom: "Disequilibria of this character, due to cyclical causes, are not likely to be cured by devaluation. An attempt to do so would in all probability violently turn the terms of trade against a devaluing country, without increasing foreign demand of its products." s. 206.

INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS linje om återhållsamhet i inkomstutvecklingen har vitsordat den negativa effekten för terms of trade.[9])

Dessa anger t.ex., hur stor mängd av importvaror, som kan erhållas för en viss exportmängd. Det är utan vidare klart, att får ett land relativt mindre importmängd för sin export alldeles oavsett anledningen härtill, så betyder det en påfrestning på den inre ekonomien. Landet har m.a.o. blivit fattigare, antingen det nu är blott för en övergångsperiod eller på längre sikt. Utvecklingen av terms of trade är följaktligen förtjänt av både studium och övervakning från varje lands sida. Detta är i själva verket en ganska trivial sanning. Det som måhända inte är lika klart och allmänt accepterat är däremot, att en devalvering *kan* vara en speciell form för försämring av terms of trade, en teknik att förbilliga de egna exportvarorna i förhållande till importvarorna.[10]) Naturligtvis kan detta också ske utan devalvering genom att sänka priser och kostnader i ekonomien överlag, något som emellertid kan stöta på alltför stora praktiska svårigheter för att kunna genomföras.[11])

---

[9]) ALEXANDER, S. S., chef för FONDENS finansavdelning, anser det "normala" resultatet av en devalvering vara försämrade bytesrelationer. "It is usually presumed, frequently with justification, that a devaluation will result in a decline of export prices in foreign currency greater than a decline of import prices in foreign currency. This presumption is based on the fact that a country's exports are usually more specialized than its imports, so that the price of exports will be much more subject to the influence of devaluation than will the price of imports." "*Effects of a Devaluation on a Trade Balance*", *IMF Staff Papers*, Vol. II, No. 2, April 1952, ss. 268 och 269.

[10]) Se MEADE, J. E.: *The Balance of Payments*, LONDON 1954, s. 170. "A depreciation of B's currency is bound somewhat to move the terms of trade unfavourably to B, since its whole *modus operandi* consists in an improvement in B's balance of trade by means of making B's products cheaper in terms of A's products."

[11]) Se TRIFFIN, R.: *Europe and the Money Muddle*, LONDON 1957, s. 25. "What commands the deterioration in the terms of trade, in a free market economy, is the elimination of the foreign deficit rather than the choice between the exchange rate technique and the price technique of restoring an equilibrated pattern of international prices and payments." Professor Triffin gör, som synes av citatet, också gällande, att en devalvering inte bestämmer försämringen av terms of trade, utan att det är tvånget att bringa jämvikt i utlandsbetalningarna, som gör det. Detta kan vara riktigt, men det motsäger inte, att devalveringen kan vara en metod för försämring av bytesrelationerna.

Frågan är nu, om något erfarenhetsmaterial finnes till stöd för uppfattningen, att bytesrelationerna vanligen försämras genom devalvering. Låter sig denna mening statistiskt verifieras?[12])

Det måste medges, att underlaget härför är tämligen svagt, delvis på grund av brist på tillförlitligt statistiskt material delvis också genom svårigheten att renodla anledningarna till eventuellt ändrade bytesrelationer. Även en lång rad andra faktorer spelar ju in. Vidare ger relativt små procentuella förändringar i terms of trade relativt stora utslag i betalningsbalansen, varför det måste antagas, att strävan är utomordentligt stark att så snabbt och effektivt som möjligt söka återvinna vad som förloras på dessa förskjutningar.[13]) Det kan dock vara av intresse att med det material som finns undersöka terms of trades

---

[12]) Professor TRIFFIN anser, att statistiken från 1949 års devalveringar inte ger ett entydigt svar men bestrider inte, att dessa kan ha spelat en aktiv roll. "The major objection of the dollar shortage theorists to exchange rate adjustments is that currency devaluation tends to deteriorate the devaluing country's terms of trade, i.e. to force down its export prices more than its import prices. This argument would carry the least weight when applied to a small country with diversified exports, which is therefore unable to exercise any strong influence on international price levels. It applied, on the other hand, with particular force to the simultaneous devalution of many currencies with respect to the dollar in September 1949. Even in the latter case, however, the statistical evidence is of a mixed character. It is true that the terms of trade of most devaluing countries deteriorated to some extent between the first half of 1949 and the year 1950. It is also true that they improved in the same period for most of the countries which did not devalue in September 1949. On the other hand, the relationship between the rate of devaluation and the extent of the terms of trade deterioration is an extremely loose one. The Swedish terms of trade deteriorated by more than 19 % at the one extreme while the Australian ones, at the other, improved by as much as 33 %. The major nondevaluing country, the United States, saw its terms of trade deteriorate by 12 % in the same period, i.e. more than any devaluing country with the exception of Sweden, Austria, and Finland. If anything, the September 1949 devaluations probably tended to accentuate the underlying forces which were then favoring raw materials at the expense of manufactured goods." a. a., s. 24. Siffran för Sverige förefaller obegripligt hög, även om jämförelsen avser en annan period än den, som begagnas i tabellen på nästföljande sida.

En mera fullständig sammanställning av statistiken över bytesrelationernas förändringar 1948—1950 än de utplockade exempel, som professor TRIFFIN anför, ger en bättre överblick över vad som hänt och återges därför i texten. Den motiverar kanske också ett säkrare omdöme.

[13]) Se POLAK, J. J. och CHANG, T. C.: *"Effect of Exchange Depreciation on a Country's Export Price Level"*, *IMF Staff Papers,* Vol. I, No. 1, Febr. 1950, s. 49.

förändringar i samband med 1949 års devalveringar i åtminstone några viktigare länder. Tages år 1948 till bas, har bytesrelationerna förändrats till och med år 1950 på det sätt, som framgår av nedanstående tabell. Det är då att märka, att kriget i KOREA utbröt i mitten av år 1950, och att detta efter hand föranledde en stark uppgång av i första hand råvarupriserna, vilket också försköt terms of trade till förmån för de råvaruproducerande länderna. En viss inverkan kan detta ha haft redan på 1950 års indexsiffror, men det finns nu inte annat siffermaterial att tillgå, och något kan det som finns måhända ändå utsäga. Orsakssammanhanget måste dock bedömas med försiktighet.

**Förändringar av terms of trade 1948—1950**

Källor: *Bank for International Settlements, Annual Report* 1949/50. *International Financial Statistics*, Oct. 1955.

| | Devalverings-procent 1949 | Procentuell förändring av terms of trade[14]) 1948–1950 | |
|---|---|---|---|
| | | P | L |
| Devalverande industriländer | | | |
| *Finland* | – 41,1 | | – 19,0 |
| *Danmark* | – 30,5 | – 6,7 | – 16,7 |
| *Frankrike* | – 22,1 | – 14,4 | |
| *Nederländerna* | – 30,2 | – 10,0 | |
| *Norge* | – 30,5 | – 6,6 | |
| *Storbritannien* | – 30,5 | – 6,1 | |
| *Sverige* | – 30,5 | | – 7,6 |
| *Belgien* | – 12,7 | – 9,6 | |
| *Italien* | – 8,0 | + 2,2 | |
| *Kanada* | – 9,1 | | – 1,8 |
| Icke-devalverande industriländer | | | |
| *Förenta staterna* | 0 | – 12,6 | |
| *Schweiz* | 0 | | + 14,8 |
| Devalverande råvaruländer | | | |
| *Australien* | – 30,5 | | + 33,6 |
| *Indien* | – 30,5 | | + 7,9 |
| *Nya Zeeland* | – 30,5 | | + 31,7 |
| *Sydafrikanska unionen* | – 30,5 | + 24,1 | |
| *Colombia* | – 10,0 | | + 53,9 |
| Icke-devalverande råvaruländer | | | |
| *Brasilien* | 0 | | + 94,9 |
| *Ceylon* | 0 | | + 46,9 |
| *Cuba* | 0 | | + 26,2 |
| *El Salvador* | 0 | | + 88,8 |
| *Venezuela* | 0 | | + 27,5 |

[14]) Exportprisindex dividerat med importprisindex. Index enligt Paasche (P) resp. Laspeyres (L).

Tabellen pekar på två saker. För det första visar den råvaruprisstegringens inverkan oberoende av devalveringen. För det andra antyder den en viss effekt av den senare inom de tvenne grupperna industriländer och råvaruländer var för sig.

Att bytesrelationerna under åren 1948—1950 försköts till industriländernas nackdel och råvaruländernas fördel framgår klart. För de ullproducerande länderna, AUSTRALIEN, NYA ZEELAND och SYDAFRIKA, kom exportprisindex' stegring och bytesrelationernas förbättring mot slutet av år 1950. För SYDAFRIKAS del svarade dessutom prisstegringen på guldet, som ger halva exportvärdet, för en stor del av exportprisindex' höjning. Denna grupp, som tillhörde de devalverande länderna, kunde således glädja sig åt förbättrade bytesrelationer huvudsakligen till följd av råvaruprisstegringen, SYDAFRIKA möjligen undantaget tack vare guldet. Denna var stor nog att kunna mer än uppväga en negativ devalveringseffekt. De icke-devalverande råvaruländerna, som återfanns i SYDAMERIKA, fick sina bytesrelationer onekligen starkt förbättrade och starkare än de devalverande råvaruländerna.

För industriländernas del är försämringen markant. Inom gruppen företer alla devalverande med undantag för ITALIEN försämrade bytesrelationer. De som devalverade mindre tycks ha sluppit lindrigare undan. Av de tvenne icke-devalverande fick SCHWEIZ sina terms of trade förbättrade. Förbryllande är emellertid, att inte resultatet också blev detsamma för FÖRENTA STATERNAS del, utan att detta stora land skulle få så starkt försämrade bytesrelationer trots frånvaron av devalvering. Förklaringen härtill får tydligen sökas i följande tre omständigheter. På grund av dollarbristen var det svårt att höja priserna eller att undgå prismedgivanden på de amerikanska exportvarorna. För det andra utgjorde importen från devalverande industriländer, vars varor kunde förbilligas, endast omkring en femtedel av hela den amerikanska importen. Slutligen träffades FÖRENTA STATERNA med dess stora råvaruimport av den allmänna råvaruprisstegringen, och därvidlag spelade naturligtvis kriget i KOREA och den forcerade amerikanska upprustningen sin särskilda roll.

Utöver här gjorda kortfristiga jämförelser, som influerats även av andra faktorer än devalveringarna, skulle det vara intressant att få belyst, om det över längre perioder finns något samband mellan devalveringar och terms of trades utveckling. Det är ju ett ofta framfört

argument, att exempelvis STORBRITANNIENS terms of trade försämrats sedan 1930-talet, och att dess betalningsbalansproblem under efterkrigstiden inte skulle varit så stora, om 1930-talets terms of trade rått även under den senare perioden.[15]) Kan devalveringarna av pundet ha spelat någon roll i det sammanhanget? Därom finns det knappast någon möjlighet att på grundval av statistiskt material yttra sig med säkerhet. Tills vidare må därför blott det konstaterandet göras, att STORBRITANNIENS terms of trade i genomsnitt för tiden 1948—57 ligger approximativt omkring 15 procent sämre än förkrigsåren 1937—39,[16]) medan det icke devalverade SCHWEIZ' terms of trade förbättrats under efterkrigstiden jämfört med förkrigsåret 1937 med omkring 10 procent. Frågan kan knappast definitivt besvaras med stöd av tillgängligt material och får därför lämnas öppen för vidare forskning.[17]) Det är dock icke utan fog och utan intresse att ställa den.

**Restriktivitet i inkomstutvecklingen**

Även om en devalvering i vissa situationer kan vara ofrånkomlig och motiverad av nödvändigheten att anpassa den officiella växelkursen till ett läge, som möjliggör internationellt varuutbyte och internationella betalningar i ordnade former, kan inte bortses från den ogynnsamma verkan för realinkomsten om bytesrelationen försämras. Även betalningsbalansen *kan* påverkas ofördelaktigt härav. I ett tillstånd av hög sysselsättning får nämligen en devalvering antas verka höjande på den

[15]) Se ROBINSON, E. A. G.: "*Industrial Fluctuations in the United Kingdom*, 1946—52" i *The Business Cycle in the Post-War World*, edit. E. LUNDBERG, LONDON 1955, s. 40.

[16]) Se HARROD, R. F.: *Policy against Inflation*, LONDON 1958, s. 142. "In 1948 we were getting for our exports prices standing at 251 compared with 100 in 1937; the index of the prices that we had to pay for our imports stood at 270. The smaller rise in export prices is an expression of the fact that the terms of trade had turned against us by 8 per cent; they were destined to turn still further against us by another 7 per cent—and temporarily by much more in the post-Korean interlude—until some kind of equilibrium was reached in 1953."

[17]) Professor CH. P. KINDLEBERGER har i sin bok, *The Terms of Trade*, NEW YORK 1956, gjort en empirisk undersökning av bytesrelationernas roll. Se särskilt kap. 5, där den över- respektive undervärderade valutans problem studeras, och kap. 12, där betalningsbalansen behandlas. För den brittiska uppfattningen om bytesrelationernas roll hänvisas till s. 291. Se också härför ROBINSON, E. A. G., a. a., s. 440.

nominella inkomstsumman, vilket kan leda till fortsatt stark efterfrågan på importvaror och motverka strävandena att förbättra betalningsbalansen. Problemet blir i så fall att trots stigande nominella inkomster söka begränsa den reala förbrukningen, särskilt av importvaror, för att i första hand kompensera de försämrade bytesrelationerna och i andra hand skapa balans i utlandsbetalningarna, respektive tjäna in guld och valutor.

Skall parivärdesystemet kunna upprätthållas och guldparistandarden fungera, är det ett primärt villkor, att de i systemet deltagande länderna kan hålla jämvikt i utlandsbetalningarna åtminstone på litet längre sikt. De metoder härför, som tillämpats under efterkrigstiden och diskuterats mest i litteraturen, är importrestriktioner, devalveringar och restriktivitet i den monetära inkomstutvecklingen. Deflation är ett ord, som också kommit till användning för den sistnämnda metoden.[18])

Av dessa tre metoder står importrestriktioner i strid inte endast med stadgebestämmelserna om avlägsnande av hinder av detta slag utan även med de mera obestämda men vidare syftena att främja världshandelns tillväxt m.m. Förbättring eller undvikande av försämring i bytesrelationerna för enskilda medlemmar med hjälp av sådana restriktioner kan då inte framstå annat än som särintressen, vilka det inte kan vara en uppgift att främja i ett världsomfattande, på samverkan mellan nationerna byggt system — annat än möjligen högst temporärt.

Inte heller kan det vara en uppgift att verka för försämring av bytes-

---

[18]) Se Hemming, M. F. W. och Corden, W. M.: *"Import Restrictions as an Instrument of Balance-of-Payments Policy", The Economic Journal,* September 1958, s. 483 ff. "The actual choice at any time between import restrictions and devaluation as an accompaniment to deflation will depend largely on political and administrative considerations, and in particular on the speed of their respective effects on the balance of payments. But in terms of the elements of the model used in this paper, it may be said that devaluation has the advantage over import restriction of avoiding distortion, while import restriction has the advantage of producing more favorable terms of trade; and both have the advantage over deflation of allowing a higher level of employment. The optimum combination of all three instruments involves a process of balancing at three margins. Not only must the marginal increase in unemployment from deflation be balanced against the marginal increase in distortion less improved terms of trade from import restrictions, as before; but each of the latter must also be balanced against the marginal deterioration in the terms of trade from devaluation." s. 510.

relationerna för enskilda medlemmar. Såsom framgår av det föregående, har det emellertid på sina håll starkt ifrågasatts, om inte devalvering under den höga sysselsättning, som tillika är ett mål för systemet, "normalt" innebär försämrade bytesrelationer. Om det inte kan förebringas starka skäl för att, trots detta, balans i utlandsbetalningarna skapas genom devalvering, är det svårt att i samma internationella system tänka sig rekommendationer till devalvering, eftersom denna vid försämrade bytesrelationer för devalverande länder måste innebära förbättrade sådana för icke-devalverande.

Helt säkert i insikt om detta dilemma har från ledande håll inom Internationella valutafonden ökad uppmärksamhet riktats mot den nominella inkomstutvecklingen och möjligheterna att påverka denna i syfte att främja balansen i utlandsbetalningarna. Medlen härför kommer att behandlas i de följande kapitlen, till vilka får hänvisas. Vad däremot angår frågan om en devalverings inverkan på inkomstutveckling och betalningsbalans skall de synpunkter, som anförts från nyssnämnda håll, helt kort beröras här. De har i utarbetat skick framlagts av Mr Alexander i, vad denne kallat, *the income-absorption approach* till betalningsbalansproblemet.[19]) Hans resonemang kan återges på följande sätt:

Ett lands nettoöverskott i varuutbytet med utlandet är lika med skillnaden mellan summan av producerade varor och tjänster och den varumängd, som den inhemska marknaden kräver. Den sistnämnda kallar han "absorption", vilket bäst kan översättas med förbrukning. En devalvering kan positivt påverka balansen i varuutbytet på två sätt: 1) Den kan leda till en förändring i produktionen, så att ett tillskott av exportvaror framkommer. Penninginkomsten från försäljningen av dessa varor får då inte föranleda en däremot svarande ökning av förbrukningen. 2) Den kan direkt sänka den reala förbrukningen vid varje given produktionsnivå.

Eftersom ett produktionstillskott representerar en ökning av såväl real- som penninginkomsten, presenterar sig två frågor: Hur påverkar en devalvering realinkomsten? Hur påverkar en av devalveringen framkallad nominell inkomstförändring förbrukningen? Devalveringens realinkomstverkan blir olika i ett tillstånd av ofullständig syssel-

[19]) Alexander, a. a., s. 264 ff.

sättning och av full sysselsättning. I förra fallet får räknas med den kända multiplikator- och acceleratoreffekten på produktion och sysselsättning i den inhemska ekonomien. Om härigenom konkurrenskraften i förhållande till andra icke devalverande länder stärks, kan det leda till överskott i varuutbytet och förbättrad betalningsbalans. I senare fallet däremot kan det antagas, att bytesrelationerna försämras,[20]) och att realinkomsten blir lidande därav. Endast om förbrukningen sjunker proportionsvis ännu mer, kan betalningsbalansen i detta fall förbättras.

Råder det full sysselsättning, kan de nominella inkomsterna antas stiga på det hela taget pari passu med de genom devalveringen förhöjda priserna. Den huvudsakliga effekten på betalningsbalansen är då att vänta från en direkt inverkan på förbrukningen av den höga eller stigande pris- och kostnadsnivån. Förbrukningen kan därvid bringas att sjunka genom 1) stelhet och eftersläpning i penning- och kreditmekanismens anpassning till en av devalveringen framkallad, förhöjd pris- och inkomstnivå (kassabalanseffekten), 2) omfördelning av inkomsterna från lägre till högre sparbenägenhet (redistributionseffekten), 3) köpmotstånd till följd av de högre priserna trots höjda inkomster (penningillusionseffekten), 4) spekulations- eller förväntningseffekter om kommande prisfall etc. Flera av effekterna är övergående och icke-proportionella, d.v.s. till devalveringsgraden. Slutsatsen blir, att

"under conditions of full employment, the favorable direct absorption effects are likely to be weak. It would seem to be much more effective to operate on absorption directly through monetary and credit policy — limitation of government expenditures, of private investment and possibly, of private consumption — provided these can be brought to bear on the foreign balance wihout adversely affecting income and employment. They must, of course, 'adversely' affect absorption, since at full employment, it is possible to improve the foreign balance only through reducing absorption".[21])

---

[20]) Se ovan s. 98.

[21]) Alexander, a. a., s. 274. Professor Fritz Machlup kritiserar Mr. Alexander i *The American Economic Review*, June 1955, *"Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation"*, sid. 267, för att lita till allmän prisstegring som medel att bringa ned förbrukningen i stället för att lita till relativa prisförändringar för att få till stånd anpassningar och överflyttningar. "In all four kinds of direct effects on absorption discussed by Alexander, price movements play some roll. But Alexander relies little on changes in relative prices to bring about the

Begränsningen av förbrukningen i förhållande till den reala inkomsten är således kungstanken i denna framställning, där den underliggande, viktiga förutsättningen är full sysselsättning. Detta är det allmänna alternativet till devalvering. Såväl penningpolitiska medel som direkta kontroller, finans- och skattepolitik m.m. kan därvid användas för att nå syftet.[22])

Så ingripande åtgärder som de här uppräknade är naturligtvis tänkta att komma till användning blott i akuta situationer, när devalvering eljest skulle bliva ofrånkomlig och att komplettera denna, efter det att devalveringen blivit faktum. Däremot kvarstår, att förbrukningen även på längre sikt måste bringas i överensstämmelse med kravet på balans i utrikeshandeln. Kontrollen över den nominella inkomstutvecklingen, som spelar sådan självklar roll för förbrukningen, är emellertid en rent intern angelägenhet, som, enligt vad som ovan anförts, inte kan ankomma på Internationella valutafonden.

I det följande skall den allmänna penningpolitiken diskuteras från utgångspunkten att söka undvika devalvering. Uppläggningen av problemet blir då bredare, men detta är också motiverat av att stabiliteten över en något längre tid får anses vara en huvudsak för den ekonomiska politiken, medan inre åtgärder, som kan anses erforderliga just i samband med och omedelbart efter en devalvering, är ett specialfall för sagda politik. Skall devalvering kunna undvikas, måste valutan

---

required adaptations and transfers. Most of the time he looks to increased or rising price levels to do the trick. No wonder that he is disappointed in the performance."

Detta synes vara ett missförstånd. Varken prisnivåstegringar eller relativa prisförändringar "gör jobbet" under full sysselsättning, varför Mr. Alexander hänvisar till politiken. Automatiken är i hög grad försatt ur spel i den fulla sysselsättningens samhälle, och i dess ställe får politiken träda.

[22]) "The general alternative to devaluation is sometimes referred to as deflation, but that term has a narrower connotation than it is desirable to give to the alternatives to devaluation. These alternatives, which may for brevity be referred to as disabsorption, may be characterized as the discouragement of absorption relative to income by means other than devaluation. Disabsorption may be attained through monetary policy, as for example, by discouraging investment and consumption through tightening credit. It may be achieved by direct controls, such as investment licensing or rationing of consumers goods. It may be applied over the whole economy, as in the form of a sales tax or income tax, or in selected spheres, as in the form of investment licensing or import controls." Alexander, a. a., s. 275.

försvaras, och det första försvarsmedlet är det enda allmänt godtagna internationella betalningsmedlet, guld. Guld och valutor måste följaktligen hållas i betryggande omfattning, och det torde av den föregående framställningen stå klart, att de behövs inte minst till försvar för bytesrelationerna i utrikeshandeln. Det är *dyrt* att hålla räntelöst guld liggande, men det är förmodligen *dyrare* att få bytesrelationerna försämrade.

# *Det inhemska penningsystemet*

En primär uppgift för all ekonomisk politik i stort måste vara att vidmakthålla balans i ekonomien i dess helhet. Åtminstone på något längre sikt är detta ofrånkomligt. Uppträder det rubbningar, ger de med större eller mindre eftersläpning utslag i utrikeshandeln, betalningsbalansen och guld- och valutaställningen. Det finns ett bestämt samband, verkande i samma riktning, mellan utvecklingen i den inre ekonomien och den i utrikeshandeln. Om nu vissa mål ställes för den senare, t.ex. att guld- och valutainnehavet skall försvaras eller utökas, måste detta återverka på den förra. Detta realekonomiska förhållande kan dock åvägabringas med olika medel. Det är därvidlag tydligt, att guldparistandarden med dess krav på undanröjande av kontroll på utrikeshandeln, av bilateralism, import- och valutarestriktioner m.m. vill se förhållandet etablerat med anlitande av den monetära mekanismen, d.v.s. mera allmänt uttryckt penningpolitiken.

Det är inte ovanligt, att ett motsatsförhållande konstrueras mellan ett s.k. automatiskt verkande penningsystem och en medveten penningpolitik. Motsättningen är emellertid mera skenbar än verklig, och skillnaden hänför sig egentligen främst till metoder och tillämpning. Guldmyntfoten har ju ofta betecknats som ett exempel på automatik, och det är sant, att den penningpolitiska handlingsfriheten både begränsades och bands i ett tidigt skede genom systemets tillkomst. Men naturligtvis var det en penningpolitisk akt i och för sig att bygga upp systemet, liksom att sedermera företaga ändringar i detsamma. I sin dagliga tillämpning åter blev penningpolitiken tvungen att följa vissa banor. Handlingsfriheten blev visserligen härigenom inskränkt i olika hänseenden, men utrymme för penningpolitisk aktivitet fanns ändå och var inte ringa.

En fullständig penningpolitisk handlingsfrihet som motpol till automatiken och bundenheten i guldmyntfoten och utan denna är väl tänkbar men knappast realistisk. I själva verket har det alltid funnits

någon målsättning, på vilken penningpolitiken inriktats, och för vilken den bundits — även under managed currency. För guldparistandarden är målet tydligt uttalat och består i paritetens bevarande vid hög sysselsättningsnivå, realinkomst etc. Det ligger följaktligen inget anmärkningsvärt i att binda penningpolitiken för en bestämd uppgift av detta slag. Den kan ju ändå bevara ett betydande mått av handlingsfrihet i arbetet på att förverkliga målet. Det är bara inte fråga om en ny guldmyntfot och inte heller ett krav på automatik. Det krav guldparistandarden reser är ett krav på *samordning*. Skötseln av den monetära mekanismen skall vara sådan, att den bringar den inre ekonomien i samklang med det valutapolitiska paritetskravet. Penningpolitiken, vars uppgift är att verka för denna samordning, lämnas ett avsevärt mått av handlingsfrihet men förutsättes också ådagalägga aktivitet.

Även guldparistandardens penningpolitik behöver emellertid en ryggrad av tämligen konsekventa principer, ett skelett, kring vilket penningpolitiken i detalj kan utformas. Det är på intet sätt orimligt att låta principerna taga gestalt av system, vilka kodifieras som nationella penningförfattningar. Samordningen kommer då också att gå ut på att bringa dessa i överensstämmelse med det internationella parivärdesystemet — och naturligtvis, att få bådadera att verka mot samma mål.

**Sedeltäckningen**

I guldmyntfotens penningförfattningar intog guldtäckningsbestämmelserna för sedelomloppen en central plats. Stränga regler härför syftade till att garantera guldpariteten genom kvantitativ begränsning av sedlarna i nära anslutning till den innehavda guldkassan. Något slags proportion mellan de inhemskt giltiga och de i utlandet gångbara betalningsmedlen är naturligtvis erforderlig i någon form även under guldparistandard, om en samordning skall kunna åvägabringas mellan den inhemska penningförsörjningen och guld- och valutaställningen. En klar uppfattning behöver därför vinnas om arten av behoven av fastlagda proportioner i detta hänseende, skälen härför och innebörden härav. Därvid kan ett studium av penningförfattningarna i några av de för guldparistandarden tongivande länderna vara upplysande.

I Peels banklag av år 1844, den mest berömda av alla sedelbanks-

lagar, föreskrevs en hundraprocentig guldtäckning för utgivningen av sedlar, varvid undantag gjordes för en tidigare skuld av cirka fjorton miljoner pund, som den brittiska staten hade till BANK OF ENGLAND, och som fick utgöra täckning av en motsvarande sedelutgivning, "fiduciary issue". I modern tid finns liknande bestämmelser i FÖRENTA STATERNAS penningförfattning, där minst 25 procents guldtäckning är föreskriven för utelöpande FEDERAL RESERVE sedlar och 25 procent för innestående depositioner i FEDERAL RESERVE bankerna.[1]) I SCHWEIZ krävs minst 40 procents guldtäckning av de i omlopp befintliga sedlarna.[2]) BELGIEN har föreskrifter om 33 1/3 % guldtäckning av sedlar plus à vista depositioner i NATIONALBANKEN.[3])

Här anförda exempel syftar inte till annat än att visa, dels att bestämmelser av detta slag anses tillhöra den moderna guldstandard, vilken dessa länder bekänner sig till och väl för ögonblicket står närmast av alla länder, dels att den utelöpande sedelmängden i t.ex. FÖRENTA STATERNA inte, så länge bestämmelsen gäller, får överstiga fyra gånger guldinnehavet och detta endast under den orealistiska förutsättningen att inga depositioner, som kräver guldtäckning, finns i FEDERAL RESERVE bankerna.[4]) I SCHWEIZ får den maximalt inte vara mer än 2 1/2 gånger så stor och i BELGIEN 3 gånger så stor. Det förhållandet, att lagstiftningen har ändrats och kan ändras, är givetvis ingenting, som talar emot, att det i förevarande länder anses vara en godtagbar tumregel med de angivna proportionerna, och att, om dessa skulle äventyras, penningpolitiken bör undergå förändringar, om principerna för det så utformade systemet skall kunna upprätthållas.

Två frågor tränger sig med särskild styrka på inför dessa konstateranden. Är det inte här fråga om kvarlevor av ett förgånget system att ställa just den utelöpande sedelmängden, eventuellt med tillägg av depositioner i centralbanken, i beroende av det specifika internationella betalningsmedlet guld? Är det inte riktigare att, såsom numera ofta förekommer, ställa guld- och valutainnehavet i relation till importen

---

[1]) *Federal Reserve Act*, Section 16:3, fastställd 1945.

[2]) *Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank* vom 23. Dezember 1953, Artikel 19:2.

[3]) BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE: *Rapport 1957*, BRUXELLES 1958, s. 13.

[4]) *The Federal Reserve System, Purposes and Functions*, WASHINGTON 1954, ss. 54 och 97.

under ett visst år och eventuellt uppställa som mål att söka hålla en efter denna lämpligt avpassad reserv av utländska betalningsmedel?[5])

Vad den första frågan beträffar, är det givetvis ingenting, som hindrar att begagna ett mera vittomfattande penningbegrepp än enbart sedlar och göra så, som också både tidigare gjorts[6]) och numera på många håll görs, d.v.s. inkludera depositioner i centralbanken som täckningspliktiga förbindelser. Man skulle kunna gå ett steg längre och även innesluta insättningar i banker ävensom postgirotillgodohavanden för att bättre motsvara läroboksmässig uppfattning om vad som skall räknas som pengar, om blott täckningsprocenten på lämpligt sätt avpassades nedåt i stället. Kanske vore det rentav möjligt att gå ännu längre på vägen mot ett utvidgat penningbegrepp, men om detta vore praktiskt genomförbart och tillräckligt smidigt är en annan sak. Vad som är viktigt vid besvarande av nyssnämnda fråga är emellertid, att det ej kan ses som en förlegad föreställning att på något sätt binda penningförsörjningen vid de internationella betalningsmedlens mängd, om dessa, d.v.s. främst guldet, skall kunna fylla sin uppgift att begränsa inkomstutvecklingen, låt vara att metoderna för denna bindning kan växla.

Den andra frågan bottnar i föreställningen, att importbehov och internationella betalningsmedelstillgångar kan och bör behandlas oberoende av penningförsörjningen. Statistiskt sett kan naturligtvis guldkassans storlek alltid *mätas* i förhållande till ett importbehov. Det senare är emellertid inte oberoende av penningförsörjning och inkomstutveckling, och mätningsakten inverkar inte i och för sig på importbehovets storlek. Den är därför i grund och botten ur vetenskaplig synpunkt, om ock inte publicistisk, skäligen ointressant. Om avsikten emellertid är, att förändringar i tillgångarna på internationella betalningsmedel skall inverka på importbehovet och tvärtom, är den finansiella apparaten sådan, att vägen lämpligen går över penningförsörjningen och inkomstutvecklingen. Det går nämligen inte i frånvaro av

---

[5]) Se t.ex. *6th report of the OEEC*, Vol. I, 1955, om storleken av guld- och dollarreserverna uttryckt i visst antal månaders import, s. 115 och *International Reserves and Liquidity*, WASHINGTON 1958, ss. 17—21, 100—101.

[6]) I reglementet för SVERIGES RIKSBANK år 1872 inräknades i "sedelstocken" även depositioner i RIKSBANKEN. Täckning fordrades i guld och valutor för den så beräknade sedelstocken. *K. Maj:ts Kung.* 13.9.1872. *S.F.S.* Nr. 57.

import- och valutarestriktioner att hålla till importbehovet lämpligt avpassade guld- och valutatillgångar utan hänsyn till penningförsörjningen. Det är därför av vikt att vid begagnande av uttryckssätt av typen täckning av så och så många månaders importbehov inte förblanda mätningsresultat med ekonomiska samband. Man får inte heller blunda för det institutionellt svårgörliga i att synkronisera importbehov med förändringar i de internationella betalningsmedlen. Med en helt oberörd eller efter andra grunder bestämd penningförsörjning blir något sådant rent orimligt att tänka sig. Institutionellt sett är det förenat med betydande svårigheter redan att få penningförsörjningen att ta intryck av förändringar i de internationella tillgångarna än mer att få den att variera efter dessa med större eller mindre samtidighet. Ännu svårare är det naturligtvis att bringa inkomstutveckling och importbehov i samklang med dessa förändringar.

Den någorlunda fixerade proportion mellan utländska och inhemska betalningsmedel, som ett antal länder låtit komma till uttryck i lagstiftningen, saknar andra inte helt, därför att bestämmelser härom fattas. De kan nämligen mycket väl efter måttet av sin förmåga eftersträva att ha så stor del som möjligt av sitt sedelomlopp etc. täckt av guld och valutor utan att direkt utsäga det. Detta torde också till icke ringa del vara fallet med länder, som i praktiken söker vidmakthålla sin valutaparitet. Frågan om proportionen bör lagfästas är emellertid inte det väsentliga, utan är mera en, ehuru ingalunda oviktig, formalitet. Det både viktiga och svåra däremot är att avgöra, var gränsen går mellan proportion och disproportion. Spelrummet för avvägning och gott omdöme är betydande. Det enda säkra är emellertid, att det någonstans finns en gräns.

Stor vikt måste självfallet tillmätas råd och lägenhet, utsatt position och mycket annat, när en centralbanksledning, ett finansministerium eller en lagstiftande församling skall söka bilda sig en uppfattning om graden av betryggande proportion mellan internationella betalningsmedel samt sedlar och andra inhemska likvida medel. Det är en alldaglig men därför inte oviktig sanning, att om de förra blott motsvarar en ringa del av de senare, risken för spekulativa anlopp mot paritеten starkt ökar, och spekulationen är ju så att säga slutakten i paritetens sönderfallsprocess. Skillnaden är påtaglig exempelvis mellan tio och tjugofem procent i detta sammanhang. Att för den relativt korta

tid, som en spekulationsvåg i regel omfattar, draga tio procent av sedlar m.m. ur rörelsen för omväxling till annan valuta torde väl vara möjligt, men att vid ett resolut försvar från centralbankens sida draga ut hela tjugofem procent torde stöta på högst betydande för att inte säga nästan oöverstigliga svårigheter.

Det kan således finnas fullgoda skäl för att under lugna förhållanden lagstiftningsvägen fastlägga en minimiproportion, som centralbanken kan falla tillbaka på och i nödfall få gå under i händelse av en anstormning. Den bör ju ges maktmedel att försvara den paritet, som den eventuellt också i lag blivit ålagd att hålla. Å andra sidan finns det starka skäl att inte gå högre än till det absolut nödvändiga för att inte därmed onödigtvis försvåra för andra länder att bygga upp och vidmakthålla erforderlig proportion mellan internationella betalningsmedel och egen inhemsk penningförsörjning. Det monetära guldet är inte obegränsat utan i själva verket tämligen knappt och uppbyggnaden av ett internationellt valutabestånd ännu så länge av begränsad omfattning. Meningen kan rimligen inte vara, att allt guld skall låsas för vissa snävt begränsade ändamål i ett visst land. Meningen måste tvärtom vara, att guldet skall kunna vara i rörelse för att tjäna det internationella bytets utveckling och främja ordnade förhållanden på penningväsendets område i alla till ett internationellt penningsystem anslutna länder.

Förefintligheten av flyktkapital och "hot money" överlag i vissa penningcentra kan givetvis nödvändiggöra större behov av guld. De extremt likvida medel, som flyktat till ett visst land eller av andra skäl vandrat dit, bör därför hållas avskilda (earmarked) för att kunna återgå till sitt ursprung, när helst detta blir aktuellt.[7]) Det är ett erkänt fel att binda "hot money" exempelvis i längre placeringar. Det vore ett lika stort misstag att lagstiftningsvägen eller på annat sätt låta ett av "hot money" bestående guldförråd räknas som förbättrad proportion mellan utländska och inhemska pengar.

Även om de till antalet flesta länder föredragit att inte fixera någon proportion i lag, bör dock inte fördelarna av lagstiftning på området förbises. Erkännes nämligen behovet av att upprätthålla en rimlig pro-

[7]) I FÖRENTA STATERNA förvarades år 1957 över 6 miljarder dollars tillhörande andra länder under earmark. *Federal Reserve Bulletin*, March 1958, s. 365.

portion, kan lagbestämmelser vara till gott stöd genom att framtvinga utlösning av motåtgärder i händelse av en ogynnsam utveckling. Rättsregler är många gånger politiskt av stort värde genom att underlätta godtagande av svårförståeliga företeelser på penningförsörjningens område. Lagstiftning anger som regel gränser mellan tillåtligt och otillåtligt, och det är även i detta fall knappast någon fördel att genom frånvaro av lagstiftning sudda ut gränser, som i alla fall finns.

En samordning av den inhemska penningförsörjningen med förändringar i tillgångarna på internationella betalningsmedel är i princip nödvändig, om ett internationellt penningsystem av typen guldparistandard skall kunna fungera. Svårigheterna är emellertid betydande, eftersom den inhemska penningförsörjningen måste anpassas genom politiska beslut och denna anpassning inte uppnås genom den sorts automatik, som med stor rätt ansetts utmärka guldmyntfoten. Med en proportion av 10 till 25 procents guldtäckning av sedelutgivningen eventuellt kompletterad med andra täckningskrav är avsikten helt enkelt den, att den stela automatiken skall ha spelat ut sin roll för att ersättas av den medvetna penningpolitiken. Logiskt sett skulle eljest en utveckling i riktning mot ökad automatik ha lett till krav på vad Irving Fisher på sin tid kallade "100 % money", och som Peels banklag avsåg. Däremot är behovet av fastlagd proportion mellan guld och sedelutgivning etc. av nyssnämnda 10 till 25 procent motiverad av skälen att kunna motstå spekulativa attacker mot pariteten samt vinna den tid, som kan vara erfordelig, för att via penningförsörjningen bemästra kraven på utländska betalningsmedel. Den kategori av pengar, som det i det finansiella systemet ligger närmast till att kvantitativt styra näst efter sedelutgivning och centralbanksgiro, är bankinsättningarna. Detta sker genom en metod, som brukar beskrivas med de innehållsrika orden *reserve banking*.

### Den 10-procentiga kassaregeln

Under guldmyntfotens tid uppkom på ett ganska självklart sätt den bekanta 10-procentsregeln för bankernas kassahållning. Insättarbehållningarna måste skyddas mot eventuella förluster vid utlåningen och tillika kunna göras tillgängliga enligt insättarnas önskemål. Erfarenheten hade därvid lärt, att 10 procent i allmänhet, men visst inte vid

kriser, var tillräcklig kassa. Eftersom uttagningarna hade formen av mynt eller i guld inlösbara sedlar, vilka till en början ända till innemot 100 procent hade täckning i guld, kunde bankinsättningarna maximalt gå upp till cirka 10 gånger storleken av den guldkassa bankerna hade i sina egna valv samt det guld de ägde disponera över i centralbanken. Därmed var ju en ganska strikt proportion fastlagd till de utländska tillgångarna. Vid eventuell nedsättning av sedlarnas guldtäckningsprocent exempelvis till hälften skulle vid i övrigt lika förhållanden den maximala insättningsmöjligheten kunna fördubblas. Eftersom en fördubbling av insättarbehållningen får antas ta lång tid — för såvitt inte krig eller liknande katastrofartade förhållanden påskyndar en dylik utveckling — och innebära betydande förändringar i inkomsthänseende, komme vid en så drastisk åtgärd den 10-procentiga kassaregeln att förlora en väsentlig del av sin betydelse ur penningpolitisk synpunkt. Den skulle förvandlas till en skärm, bakom vilken helt andra faktorer komme att bestämma penningförsörjningens utveckling. Det kan nog svårligen förnekas, att den 10-procentiga kassaregeln, som tidigare och ännu så sent som omkring år 1930 tillmättes stor penningpolitisk betydelse, i och med Storbritanniens övergivande av guldmyntfoten fick sin betydelse minskad. Sedelutgivningen gjordes oberoende av guldkassan och fastställdes såsom s.k. "fiduciary issue" genom parlamentsbeslut, som sedermera ofta ändrats, för det mesta i höjande riktning. Kassareservproportionen spelar under sådana förhållanden mindre roll och sjunker ned till något av en nullitet, eftersom kassatillgången godtyckligt kan ändras. För privatbankernas förhållande till centralbanken behöver den däremot naturligtvis inte förlora sin betydelse.[8]) Det är för samordningen mellan utlandstillgång-

[8]) Jfr. följande citat för belysning av kassareservproportionens utveckling i Storbritannien. "It is true that in England a traditional convention operates, under which the commercial banks maintain a cash ratio of between 10 and 11 per cent. of their deposit liabilities, increasing their loans and investments within the relative limits when their cash reserves increase, and vice versa." de Kock, M. H.: *Central Banking*, 2nd Edition, London 1949, s. 201, "It is true that in England a traditional convention operates, under which the commercial banks now maintain a cash ratio[1]) of between 8 and 9 per cent. of their deposit liabilities..." "[1]) Prior to the end of 1946, the month end cash ratio of the London clearing banks had, with the aid of some window-dressing, been maintained at or near 10 per cent. of their deposit liabilities. As from that date, however, they agreed in consultation with the Bank

arna och bankinsättningarna, som detta blir fallet. Men det behöver givetvis inte vara på det sättet.

### The Federal Reserve System

Bankerna har ett naturligt behov av kassamedel för att kunna möta sina insättares önskemål och är därmed bundna vid den kassamedelsförsörjning, som följer av reglerna för centralbankens sedelutgivning m.m. De senare kan med hänsyn till samordningskravet utformas på olika sätt, och hur detta skett i det amerikanska FEDERAL RESERVE SYSTEM förtjänar under nuvarande förhållanden särskild uppmärksamhet med tanke på den ställning av internationell nyckelvaluta, som den amerikanska dollarn intar. Även med hänsyn till önskemålet om klarhet rörande en modern guldstandards verkningssätt för den inhemska penningförsörjningen behöver det amerikanska systemet studeras.

Det har redan framhållits, att FEDERAL RESERVE SYSTEM kräver 25 procents guldtäckning inte endast för utelöpande sedlar utan även för medlemsbankernas depositioner i FEDERAL RESERVE bankerna, landets tolv centralbanker. Genom särskilda föreskrifter, s.k. kassareservbestämmelser, "member bank reserve requirements", fastläggs i sin tur proportionen mellan dessa depositioner och allmänhetens insättningar i medlemsbankerna. För insättningar *med uppsägningstid* fordras högst sex och lägst tre procents depositioner i FEDERAL RESERVE bankerna. Insättningar, som får lyftas *vid anfordran*, måste i CENTRAL RESERVE CITY bankerna, i NEW YORK och CHICAGO, täckas av högst 26 och lägst 13 procents depositioner i distriktets FEDERAL RESERVE bank. I RESERVE CITY bankerna är motsvarande tal 20 respektive 10 procent och i andra medlemsbanker 14 respektive 7 procent. Inom de i lagen angivna gränserna fastställer FEDERAL RESERVE BOARD de procentsatser, som vid varje tidrymd skall gälla, i regel på sådant sätt att överskottsreserverna förblir relativt små. Härmed syftas till nära kontroll över penningtillgången.[9]) Ett genomsnitt av dessa kassareservkrav av

---

of England to keep the *daily* cash ratio as nearly as practicable at 8 per cent." DE KOCK, a. a., 3rd Edition, LONDON 1954, s. 186, och slutligen: "By convention, the banks maintain a minimum ratio of cash to deposits of 8 per cent, and they keep to it;" *The Economist*, November 16, 1957, s. 608.

[9]) *Federal Reserve Act*, Section 19: 2—6.

exempelvis 16 procent möjliggör således ca sex gånger så stora insättningar som de föreskrivna depositionerna i FEDERAL RESERVE bankerna och 24 gånger (6 × 4) guldkassan (guldcertifikaten).[10]) Guldtäckningen av insättningarna blir under dessa antaganden drygt 4 procent.

Kan högre guldtäckning av sedelomlopp och depositioner än den föreskrivna hållas i FEDERAL RESERVE bankerna, skapas en viss marginal för ett av bytesbalansens fluktuationer betingat guldutflöde utan omedelbar återverkan på den inhemska penningförsörjningen; och genom att kassareservbestämmelserna kan varieras inom en tämligen vid ram, kan allmänhetens penningtillgång i bankerna influeras på ett ganska mjukt sätt i åtstramande såväl som expanderande riktning. Men de i lagen fastlagda reglerna är tillika anvisningar att söka hålla penningförsörjningen sådan, att kränkningar av bestämmelserna inte behöver befaras. Därmed är också sambandet i det finansiella systemet mellan variationer i guldkassan, det internationella betalningsmedlet, och bankinsättningarna i princip åvägabragt, och detta samband är en realitet för utlösandet av användningen av de penningpolitiska medlen.

Helt naturligt är det allmänheten, som själv bestämmer, om den vill ha sina pengar i kontanta sedlar eller i bankinsättningar, men kravet på guldtäckning är i förra fallet med de föreskrivna 25 procenten väsentligt hårdare än i det senare, där det blott riktar sig med en viss procentsats — kassareservkravens — mot de med 25 procent täckningspliktiga depositionerna i FEDERAL RESERVE bankerna. Tvånget att motverka ökning av sedelomloppet är m.a.o. starkare. Efterlåtenhet i detta hänseende skulle kunna leda till att sedlarna efter längre eller kortare tid komme tillbaka i form av kassareserver med dessas rätt och möjlighet till flerdubbling av bankinsättningarna.

En central ställning i systemet intas således av medlemsbankernas depositioner i FEDERAL RESERVE bankerna, deras kassareserver, och det är genom kontrollen av dessa, som bankinsättningarnas storlek begränsas. Skillnaden i en valutakris mellan ett system med sedvanemässig 10-procentig kassaproportion i form av till större eller mindre procent guldtäckta sedlar och ett sådant med inom angivna gränser styrd variabel kassaproportion är följande:

Allmänhetens eventuella krav på kassamedel, t.ex. föranledda av

[10]) *The Federal Reserve System*, ss. 95 och 96.

fluktuationer i bytesbalansen, kan inte tillgodoses tillräckligt smidigt i förra fallet och förorsakar lätt krisbetonade situationer i den inhemska penningförsörjningen. I det senare fallet kan krav av detta slag mötas, samtidigt som systemet förutsätter och automatiskt utlöser åtstramning av penningförsörjningen.

Resonemanget kan belysas exempelvis på följande sätt: Uppkommer ett krav på guld för att täcka ett underskott i bytesbalansen anlitas enligt det förra systemet dels i rörelsen befintliga sedlar, dels bankinsättningar för att i centralbanken erhålla sedlar till inlösen i guld för export. Relativt snart är bankerna utan kassamedel = sedlar + giro i centralbanken och tvingas vända sig till denna för att genom diskontering av växlar, upplåning etc. erhålla kassamedel. Denna är emellertid mer eller mindre ur stånd att bispringa, enär den vid sjunkande guldkassa skulle råka i konflikt med sedeltäckningsbestämmelserna, om sedlar åter gåves ut. I detta fall är kris i penningförsörjningen svår att undvika. Lösningen på detta problem har i många fall sökts i sänkningar av täckningsprocenten, men det är uppenbart, att detta inte kan vara en grundläggande lösning, ty är blott kravet på guld tillräckligt stort, därför att underskottet i bytesbalansen håller i sig, blir resultatet endast, att guldkassan försvinner, och krisen blir av annan karaktär med devalvering som sannolik följd. Felet med detta system är, att motåtgärder endera inte alls eller först på ett för sent stadium utlöses, exempelvis i form av ett brådstörtat och abnormt uppdrivet diskonto eller importrestriktioner.

Presenteras enligt Federal Reserve Systems konstruktion sedlar till inlösen för erhållande av guld till export, blir verkan ur täckningssynpunkt densamma som i det nyss beskrivna fallet, men som redan framhållits är gränsen snart nådd för de sedlar, som kan dras ur rörelsen, och 25 procents täckning därför betryggande. Det är ifråga om bankinsättningarna systemet fungerar annorlunda, och det är just dessa, som är de viktiga på grund av deras relativt betydande storlek i förhållande till guldreserven, d.v.s. deras i praktiken ringa täckningsprocent. Om bankinsättningarna skall förvandlas i guld, måste medlemsbankerna anlita sina depositioner i Federal Reserve bankerna, och om inga överskottsreserver utöver det föreskrivna minimum finns eller dessa är otillräckliga, måste kassareservkraven sänkas, vilket blott kan ske efter beslut av Federal Reserve Board samt lägst ned till

den av lagen fastlagda minimigränsen. Härigenom framtvingas på ett väsentligt tidigare stadium åtstramning i penningförsörjningen. En alltjämt betydande guldtäckning måste nämligen finnas för minimidepositionerna, och insättande av motåtgärder förutsätts. Lagen tillåter visserligen i princip underskridanden av de lägsta lagliga kraven men föreskriver någon form av "penalties" härför.[11]) Det är alltså inte endast beträffande sedelomloppet utan även bankinsättningarna fråga om en rent kvantitativ begränsning av allmänhetens försörjning med pengar.

Det räcker emellertid inte med begränsande åtgärder i ett akut krisläge. Det är därutöver en bärande tanke i systemet, att kassareserverna skall stå under kontinuerlig övervakning. Genom variationer i de av Federal Reserve Board fastställda kassareservkraven hålles nämligen marginalen trång till medlemsbankernas faktiska depositioner i Federal Reserve bankerna. Härigenom uppkommande fria överskottsreserver spelar en viktig roll såsom mätare av läget på penningmarknaden. Medlemsbankerna har genom centraliseringen av kassareservhållningen givetvis ingen anledning att inte till det yttersta söka utnyttja sina överskottsreserver i inkomstbringande syfte, något som dock inte alltid lyckats, t.ex. under 1930-talets depressionsår. Emellertid anses det inte lämpligt, bl.a. med hänsyn till att kassareservkraven gäller lika för alla medlemsbanker i samma grupp och därför träffar olika banker olika hårt alltefter deras aktuella likviditetsställning, att alltför ofta ändra procentsatserna. Instrumentet betraktas visserligen som mäktigt men huvudsakligen lämpat för grovinställning av den finansiella apparaten.[12]) För fininställningen kommer andra och smidigare medel till användning, främst diskonto, ränta och operationer i öppna marknaden.

Även dessa har givetvis syftet att så långt sig göra låter påverka överskottsreservernas storlek, vilka i systemet bestäms av följande faktorer:

1) guldrörelser in och ut,
2) in- och utflöde av sedlar,
3) diskontering och återköp av växlar samt belåning och återför-

[11]) *Federal Reserve Act*, Section 19: 9.
[12]) *The Federal Reserve System*, s. 50 ff.

värv av andra s.k. eligible papers, d.v.s. främst korta statspapper,
4) annan privat upplåning i FEDERAL RESERVE bankerna och
5) köp och försäljning av statspapper, s.k. open market operations.

Guld, som flyter in i eller ut ur systemet, passerar alltid överskottsreserverna och ökar eller minskar dessa, utan att detta föranleder ingripanden emot guldrörelserna. Dessa är ju direkt bestämda av bytesbalansens utveckling, utländska bankers m.fl. guldtransaktioner, och principen är den, att guldet, det internationella betalningsmedlet, i varje fall inte skall hindras i sina rörelser. Flyter guld in, ger detta upphov till stigande överskottsreserver men framkallar inte från systemets sida, men eventuellt från medlemsbankernas, penningpolitiska åtgärder för att uppmuntra till deras utnyttjande. Som mottagare av guld intar FEDERAL RESERVE SYSTEM således på det hela taget en passiv hållning.[13]) Det haltande i denna inställning förtjänar framhållas, enär guldmyntfoten på sin tid vid guldinflöde förutsatte vidgad inhemsk penningförsörjning. Vid guldutflöde sjunker överskottsreserverna och framkallar penningknapphet, vilken i sin tur kan föranleda systemet att ingripa med penningpolitiska åtgärder.

In- och utflöde av sedlar, som reflekterar allmänhetens behov av dessa betalningsmedel, påverkas inte direkt av systemet, trots att dessa rörelser endera är riktade mot guldreserverna eller ger upphov till förändringar i överskottsreserverna. Principen är således även i detta fall, att systemet skall hålla sig passivt. Därvid är det underförstått, att det är fråga om mer eller mindre temporärt begränsade avvikelser från ett

[13]) Se *The Federal Reserve System*, där det heter:

"Federal Reserve banks, as public institutions, are responsible for adjusting the volume of their credit in accordance with the general needs of the economic situation and *not in accordance with the volume of excess gold certificate reserves* which they may carry." s. 54. Kursivering gjord här.

Denna sats lär inte kunna upprätthållas under omvända förhållanden, d.v.s. i händelse av sjunkande guldreserver. Beklagligtvis får det senare alternativet aldrig någon uttömmande behandling i det auktoritativa lilla verket. I PATMANKOMMITTÉNS utlåtande görs dock följande uttalande om följderna av den s.k. Marsöverenskommelsen 1951, varigenom den låsta räntans politik övergavs:

"There was also a change in the evaluation by observers abroad of prospects for the dollar, and a cessation of the gold exports which in preceding months had attracted considerable public attention," s. 384. Kursivering gjord här. Jfr. också PATMANKOMMITTÉNS utlåtande, s. 297, för motiven till kassareservbestämmelsernas skärpning.

medelläge och inte om ihärdiga ensriktade ökningar eller minskningar av sedelstocken.[14]) Eftersom penningpolitik inte gärna kan bedrivas mot systemets egna skuldförbindelser, måste nyssnämnda rörelser vid behov modifieras på andra vägar. Vägran att inlösa sedlarna kan ju i frånvaro av valutarestriktioner inte ifrågakomma, och guldpriset är fastlagt i lag. Sedlarna kan som lagligt betalningsmedel heller inte avböjas, och de bär inte ränta. Det måste således bli via uppmuntran till insättning i bankerna eller uttag därifrån, alltså genom den allmänna penning- och kreditpolitiken, som sedelomloppets storlek influeras.

Den målmedvetna penningpolitiska aktiviteten inträder först med de tre återstående medlen att förändra överskottsreservernas storlek. Traditionellt är det rediskonteringen av växlar, vars omfattning anger ton och läge på marknaden. Den är det känsligaste instrumentet för finavläsning av marknadens temperatur. Initiativet till rediskontering utgår självfallet från medlemsbankerna, och denna är deras mest anlitade metod att fylla på överskottsreserverna. Längre tillbaka i tiden betydde affärsväxlar mest, därefter har korta statspapper såsom skattkammarväxlar m.m. varit dominerande, men framtiden kan givetvis härvidlag medföra nya förskjutningar, utan att metoden förlorar sin användbarhet och betydelse. Om det är privata växlar eller statsväxlar, vilket eljest kan vara av stor vikt, spelar således för framställningen just nu ingen roll. Det är en fast rotad tradition, att systemet oberoende av vem som söker ackomodation skall reagera för förändringar i rediskonteringen, även om t.o.m. denna princip fått finna sig i att bli försatt ur spel eller tummad på genom krigets och efterkrigstidens störda förhållanden.

Rediskonteringen ingår i systemet för att öppna möjlighet för medlemsbankerna att erhålla *temporär* hjälp. Löptiden på säkerheterna är i de flesta fall angiven till högst 90 dagar.[15]) Den bärande tankegången därvidlag måste vara, att det är fråga om ett avsteg från en princip, och att detta avsteg endast får vara strängt temporärt.[16]) Eljest blir

---

[14]) *The Federal Reserve System,* ss. 96 och 110.

[15]) *Federal Reserve Act,* Section 13: 2.

[16])*The Federal Reserve System,* s. 34. "An advance from the Federal Reserve has always been considered a resource available to member banks to meet temporary requirements or unusual banking situations rather than a resource to meet continuous operating needs or to substitute for new bank capital."

systemet meningslöst. Medlemsbankerna skall m.a.o. i princip inte stå i skuld till FEDERAL RESERVE bankerna. Det existerar också en klar motvilja från medlemsbankernas sida att befinna sig i skuld till systemet annat än tillfälligt, "a well-established rule of prudence".[17])

Till denna principiellt grundade ovilja sällar sig så systemets lika självklara obenägenhet att konkurrera med deponenterna om att tillföra bankerna pengar, manifesterad i bruket att vara något dyrare på sina pengar än insättarna, d.v.s. att hålla diskontot något högre än bankernas inlåningsräntor. Samtidigt kan systemet genom sitt diskonto sätta en högsta gräns för dessa räntor, vilket skapar garantier för en viss likformighet bankerna emellan. Rediskonteringens uppgift är således inte att via överskottsreserverna bestämma penningtillgång och marknadsräntor utan att i tid och rum utjämna fluktuationer och på samma gång dels mjukt följa marknadens utslag, dels också ge uttryck åt systemets uppfattning om utvecklingstendenserna på densamma. När den tidpunkten kommer, att rediskonteringen börjar bli omfattande, är också tidpunkten inne att höja diskontot för att motverka tillskapande av nya kassamedel, vilka kan ligga till grund för utvidgning av bankinsättningarna. Detta är en hävdvunnen princip för all centralbankspolitik, inte endast den amerikanska, även om avsteg både har gjorts och alltjämt görs.

Den belåning mot annan säkerhet än s.k. eligible papers, som är tillåten, är i allmänhet inte av någon större omfattning. Huvudsakligen sammanhänger detta med att FEDERAL RESERVE bankerna är skyldiga att fordra minst en halv procent högre ränta än diskontot för denna form av utlåning.

Den sista av de här uppräknade metoderna att påverka överskottsreserverna är operationer i öppna marknaden. Genom dessa har FEDERAL RESERVE SYSTEM möjlighet att målmedvetet driva penningpolitik. På detta område har det i princip initiativet till skillnad från rediskonteringen, där detta, när diskontot en gång satts, tillhör medlemsbankerna. Köp av värdepapper, i huvudsak korta statspapper, tillför medlemsbankerna kassareserver, vilka kan tjänstgöra som bas för ökade bankinsättningar, medan försäljningar verkar i omvänd riktning. Att metoden

---

[17]) a. a., s. 35. Jfr. också uttalanden i PATMANKOMMITTÉNS utlåtande, ss. 85, 97, 283 och 295.

ändå har sin begränsning som penningpolitiskt medel i vad det gäller försäljning av statspapper, skall diskuteras nedan. Det är i förbigående sagt lättare att driva expansiv än kontraktiv penningpolitik med marknadsoperationer.

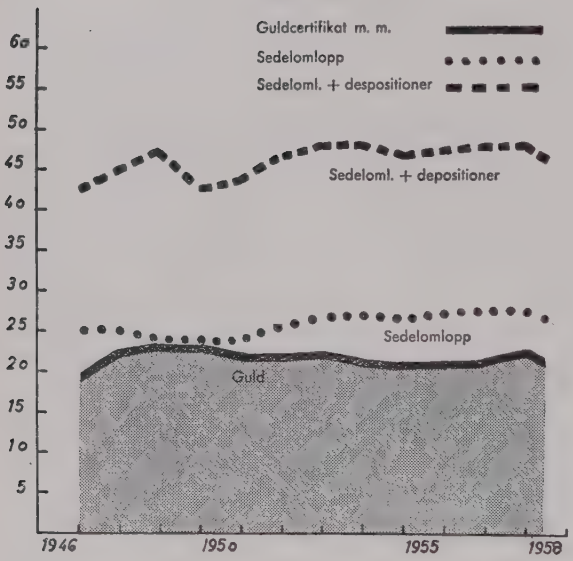
Federal Reserve System förfogar således för kontinuerligt bruk över två effektiva penningpolitiska medel, diskonto samt köp och försäljning av värdepapper. Är de yttre omständigheterna sådana, att efterfrågan på pengar bör hållas tillbaka, tillfaller den uppgiften främst diskontot, kompletterat med lombardräntan. Bör penningtillgången åter göras riklig, är det effektivare att begagna operationer i öppna marknaden. Bägge medlen kommer emellertid till användning för att i olika situationer komplettera och förstärka varandra. Gränser är emellertid i yttersta hand utstakade för användningen av de penningpolitiska medlen i expansiv riktning genom bestämmelsen, att summan av sedlar och depositioner inte får överstiga fyra gånger systemets innehav av guld (guldcertifikat).[18])

Utifrån de allmänna förutsättningar, som är givna för det amerikanska penningväsendet, nämligen det fasta guldpriset och åtagandet att på det internationella planet fritt köpa och sälja guld, måste Federal Reserve System inrikta sig på reglering av penningförsörjningen till försvar för guldkassan och lägga sin penningpolitik därefter. Detta är en primär uppgift, och iakttagande av täckningsföreskrifterna är därvidlag ett stöd för politiken. Under hela efterkrigstiden har guldtäckningen av sedlar och depositioner legat nära nog konstant omkring 46 à 47 procent med en guldkassa av i runt tal 21 à 22 miljarder dollars. Summan av Federal Reserve sedlar har utgjort omkring 26 miljarder dollars[19]) med en svag tendens till ökning under perioden, och summan av sedlar och medlemsbankernas depositioner i Reserve bankerna har varit tämligen oförändrad med omkring 46 à 47 miljarder dollars. Se diagram 3. Depositionerna i medlemsbankerna, som har ungefär tre fjärdedelar av insättningarna i samtliga amerikan-

[18]) "Thus the ultimate limit on Federal Reserve credit expansion is set by gold." *The Federal Reserve System*, s. 98.

[19]) Förutom Federal Reserve sedlar får till den amerikanska "currency" räknas Treasury currency, d.v.s. sedlar baserade på silver och mynt m.m. tillsammans uppgående till ett belopp, som vid utgången av år 1945 utgjorde 4,34 miljarder dollars och 1957 5,15 miljarder dollars.

**Diagram 3**




| | Guldkassa i % av sedelomlopp + depositioner = Täckningsprocent vid utgången av | Personliga inkomster miljarder dollars |
|---|---|---|
| År | % | |
| 1946 | 43,5 | 177,7 |
| 1947 | 48,3 | 191,0 |
| 1948 | 48,9 | 208,7 |
| 1949 | 54,7 | 206,8 |
| 1950 | 49,4 | 227,1 |
| 1951 | 46,4 | 255,3 |
| 1952 | 46,2 | 271,8 |
| 1953 | 44,5 | 286,0 |
| 1954 | 45,1 | 287,4 |
| 1955 | 44,4 | 305,9 |
| 1956 | 44,6 | 326,9 |
| 1957 | 46,3 | 343,4 |
| 1958 juni | 44,6 | |

ska banker, steg från utgången av år 1945 till sista december 1957 från i runda tal 130 miljarder dollars till 170 miljarder dollars eller ca 30 procent på 12 år, således inte ens 3 procent om året.[20]) Systemet har således inte hindrat bankinsättningarnas tillväxt men hållit denna inom en sådan ram, att guldkassa och paritet varit väl försvarade. Inte heller har de "personliga" inkomsterna, återgivna i den amerikanska nationalinkomststatistiken, hindrats att stiga under efterkrigstiden. Se diagram 3.

[20]) För samtliga banker och sparbanker var stegringen 36 procent. Till jämförelse må nämnas, att i SVERIGE inlåningen i affärsbankerna steg med 90 procent i kronor räknat under samma tid, i sparbankerna med 106 procent och i postgirot med 183 procent. I *International Reserves and Liquidity*, s. 61, anges penningtillgången i FÖRENTA STATERNA år 1957 till 139 miljarder dollars. Denna summa avser det korrigerade nettot av à vista depositioner och utelöpande sedlar (currency). År 1945 var motsvarande siffra 102 miljarder dollars. Ökningen är i genomsnitt 3 procent om året. Se t.ex. *Federal Reserve Bulletin*, Febr. 1959, s. 164.

**Kreditvolymen och dess reglering**

Efter mönster av det amerikanska systemet har kassareservkrav införts även i andra länder, endera lagstiftningsvägen eller genom överenskommelse mellan centralbank och privatbanker. Sålunda kan DEUTSCHE BUNDESBANK för att öva inflytande på penningtillgång och kreditgivning föreskriva kreditinstituten insättning på giro i densamma av för närvarande upp till 30 procent av à vista förbindelser, 20 procent av uppsägningsräkningar och 10 procent av sparräkningar, föreskrifter som också delvis och tidvis satts i tillämpning.[21])

I SVERIGE infördes som beredskapslagstiftning kassareservbestämmelser om 25 procent av förbindelser att fullgöra vid anfordran eller efter högst en månads uppsägning i liknande syfte första gången år 1937. Dessa kom emellertid aldrig att tillämpas, vilket även varit fallet med senare delvis omarbetade lagar fram till år 1950, då de sattes i kraft under halvtannat år till början av år 1952. Sedan dess har föreskrifterna ersatts av åtaganden om begränsning av privatbankernas kreditgivning.[22])

Överenskommelser om hållande av kassareserver utan tillgripande av lagstiftning har bl.a. träffats i SCHWEIZ mellan därvarande NATIONALBANK och privatbanker.[23])

Även om kassareservkrav i ovannämnda liksom ett antal andra länder infogats i respektive penning- och kreditväsen, synes det vara mera till namnet än till gagnet, som de liknar det amerikanska systemet. De förefaller vara tillkomna mera i syfte att i ett akut krisläge begränsa kreditvolymen än att, inbyggda i ett system, varaktigt hjälpa till att reglera förhållandet mellan guldkassa och inhemsk penningförsörjning, så mycket mer som föreskrifter om guldpris, guldtäckning och guldinlösen åtminstone för internationella förpliktelser flerstädes inte ens är för handen.[24])

---

[21]) *Gesetz über die Deutsche Bundesbank* vom 27. Juli 1957, § 16. Jfr. *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* för de olika i tillämpning satta procentsatserna.

[22]) THUNHOLM, L.-E.: *Svenskt Kreditväsen*, STOCKHOLM 1956, ss. 261—263.

[23]) *Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank* 1955, s. 5.

[24]) För en utförligare redogörelse för kassareservbestämmelserna i olika länder hänvisas till DE KOCK, a. a., 3. edit., ss. 62—74, och FOUSEK, P. G.: *Foreign Central Banking: The Instruments of Monetary Policy*, NEW YORK 1957, ss. 45—56.

Till skillnad från ett system med i realiteten övergiven 10-procentig kassaregel utgör FEDERAL RESERVE SYSTEM en konsekvent genomförd kontroll av försörjningen med sedlar och mynt (currency) samt bankinsättningar. Den hänför sig m.a.o. primärt till allmänhetens tillgångssida och påverkar som följd härav också banksystemets skuldsida. Det kan emellertid tyckas, att det ävenledes borde vara möjligt att vända på tillvägagångssättet och ingripa kontrollerande mot i första hand banksystemets tillgångssida och allmänhetens skuldsida i syfte att den vägen nå likartade resultat för penningförsörjningen. Det är också vad som försökts när — i nyssnämnda system utan täckningsföreskrifter m.m. — ansträngningar inriktats på att reglera kreditvolymen. I den mån behov av begränsande åtgärder gjort sig gällande, har det nämligen fallit sig naturligt att ingripa direkt mot utlåningen, d.v.s. bankernas tillgångar. Allteftersom lämnade krediter kommer till användning, förvandlas de till inkomster, som i sin tur strömmar tillbaka till bankerna som insättningar, eller också förblir de ute i rörelsen i sedlarnas form. Inskränks därför utlåningen, försvinner denna möjlighet till ökad likviditet hos allmänheten.

Riktigheten härav kan självfallet inte bestridas, samtidigt som det måste konstateras, att ökningar kan komma till stånd på andra vägar. Metoden är m.a.o. blott partiellt verksam. Medvetandet härom liksom oklarheten i fråga om det mera exakta målet för en utlåningsbegränsning framträder också i utformningen av restriktionsmetoderna. Dessa varierar nämligen från fall till fall och uppenbarligen ganska godtyckligt. Vanligen föreskrivs, att utlåningen inte får överskrida en vid någon tidigare tidpunkt uppnådd summa. Eller också får den blott med något procenttal överstiga denna eller skall den underskrida densamma med något belopp eller någon viss procent. Ändringar kan därefter valfritt göras i dessa regler med sannolikt resultat att i praktiken en ingående kontroll av kreditvolymens utveckling följer. Därvid tilltar risken för att syftet med kreditbegränsningen förloras ur sikte och denna blir självändamål, samtidigt som strävanden utlöses att effektivare utnyttja den tillåtna kreditvolymen.[25]) Meningen med utlåningsbegränsningen skulle ju ändå vara att med dess hjälp hålla tillbaka

[25]) Professor ERIK LUNDBERG understryker särskilt betydelsen av ökad omloppshastighet på krediterna. Se artikel i *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift* nr 4: 1957, *"Räntans 'naturliga' höjd och knappheten på kapital"*, s. 94.

bankinsättningarnas och sedelomloppets tillväxt såsom de viktiga beståndsdelarna i penningförsörjningen, men detta resultat kan icke nås annat än under bestämda förutsättningar rörande t.ex. betalningsbalansens och statsutgifternas utveckling.

Bankinsättningarnas storlek är alltid beroende av över- eller underskott i bytesbalansen, och om uppkommande överskott är resultat av verkliga förbättringar på utrikeshandelns område är ju allt gott och väl, även om orsaksförhållandet inte är det, att förbättringen åstadkommits genom kreditbegränsning. Risken med denna är emellertid, att den kan ge upphov till kredittagande utomlands med ökat sedelomlopp och ökade bankinsättningar till följd. Härigenom aktualiseras frågan om dessas placering. För att undgå en ökning av kreditvolymen måste nämligen medlen sättas in på giro i centralbanken. En placering i nyemitterade statspapper skulle, därest bankerna den vägen skulle kunna undgå att komma i konflikt med bestämmelserna för utlåningsbegränsningen, endast i sin tur överflytta skyldigheten till insättning på giro i centralbanken på staten. För bankerna skulle det ju ligga nära till hands att söka förränta kassaöverskotten genom statspappersköp, såframt inte centralbanken är beredd att betala ränta på medel innestående på giroräkning. De har så mycket större anledning härtill som en långvarig politik med utlåningsrestriktioner i tilltagande grad skulle försämra deras räntabilitet.

Skulle situationen vara den, att staten har ett utgiftsöverskott att finansiera, talar mycket för att bankernas överskottsmedel skulle komma att tas i anspråk av staten. I ett sådant fall skulle kreditvolymen i motsvarande mån ökas och den begränsande effekten för penningförsörjningen av utlåningsbegränsningen till andra låntagare omintetgöras. En politik med föregivet syfte att inskränka kreditvolymen skulle då övergå till att bli en kreditreglering, där fördelningsfrågan bleve den väsentliga beståndsdelen.[26]) Detta kan sägas vara ett utmärkande drag för en kreditpolitik med s.k. likviditetskvoter.[27]) Till skillnad från kassareservbestämmelserna är det i detta fall fråga om krav på tillgångsreserver *(asset reserve plan)* innebärande skyldighet att redovisa

---

[26]) "Any special merit of an asset-reserve plan would depend largely on its use on a selective-basis", heter det i PATMANKOMMITTÉNS betänkande sid. 488.

[27]) För en utförligare behandling härav hänvisas till FOUSEK, a. a., ss. 57—68.

viss procent av tillgångarna i form av statsskuldförbindelser, från sedlar till långfristiga obligationer. Hur kreditvolymen i ett dylikt fall skulle utveckla sig, blir helt beroende av de statliga utgiftsöverskotten, och det härav uppkommande problemet kan inte döljas genom att definiera kreditvolymen som endast kreditgivning till privata. En statsupplåning i kreditinstituten måste med hänsyn till sina verkningar under alla förhållanden anses ingå i kreditvolymen, eftersom den på samma sätt som annan utlåning ger upphov till ökade tillgångar i allmänhetens hand i form av sedlar och bankinsättningar.

Kontroll och reglering av banksystemets tillgångssida medger otvivelaktigt viss valfrihet i sättet att begränsa penningförsörjningen. Men den utsäger i sig själv mycket litet eller ingenting alls om totalresultatet, vilket är det som framför allt är föremålet för kontroll, när skuldsidan övervakas. Det fordras således bestämda betingelser för att en tillgångsreservplan skall leda till samma resultat som täckningsföreskrifter, och är sistnämnda förutsättningar för handen, är särskilda bestämmelser om tillgångarnas placering i regel överflödiga.

Försöken att i ett system, där såväl täckningsbestämmelser som 10-procentig kassaregel övergivits, föra in kassareservbestämmelser efter amerikanskt mönster, synes leda till i första hand kvantitativ begränsning av kreditvolymen i tro, att därmed penningförsörjningens viktigaste beståndsdelar (sedelomlopp och bankinsättningar) skall kunna kontrolleras. I andra hand övergår i fall av förekommande statliga utgiftsöverskott, vars finansiering bereder bekymmer, kontrollen av kreditvolymen till kreditreglering, där *fördelnings*synpunkter skjuts i förgrunden och finner sin tekniska utformning i fastställande av likviditetskvoter. Vad det slutliga resultatet av kreditrestriktionerna blir för penningförsörjningens del kan inte med bestämdhet avgöras, eftersom även andra faktorer, t.ex. statsfinanser och utländsk upplåning, spelar in. Bedömningen av för- och nackdelar med ett dylikt system försvåras av bristen på klara normer. Vad är det exakta syftet med kreditvolymens begränsning? Hur mycket skall den begränsa sedelomlopp och bankinsättningar totalt? Hur stort utrymme skall den ge för finansiering av statsutgifter? Vilken är dess huvuduppgift, begränsa de förra eller skaffa utrymme åt de senare? Hur är dess förhållande till upplåning i utlandet? När har syftet nåtts, så att restriktionerna kan avvecklas? Det är allt frågor, som inte kan besvaras klart och entydigt

med tanke på de skiftande motiven. Metoden skiljer sig skarpt från den enkla regeln, att sedelomlopp och bankinsättningar icke får överskrida en viss relation till de internationella betalningsmedlen, och så länge de heller inte gör det, får kreditvolymen utvecklas fritt i takt med bankinsättningarna. Begränsningsuppgiften tillfaller då huvudsakligen kreditvillkoren, främst räntan, medan det vid begränsning av kreditvolymen och i förekommande fall reglering av dess fördelning däremot strängt taget varken är behövligt att skärpa eller lätta dessa villkor. Naturligtvis kan det inte desto mindre vara lämpligt att göra det ändå för att minska svårigheterna vid krediternas fördelning, men nödvändigt är det inte. Särskilt när det gällt statsskuldens förvaltning, har kreditvillkoren kommit att tillmätas stor och omdiskuterad betydelse för penningförsörjningens utveckling. Denna fråga får sin behandling i följande kapitel.

# *Marknadsoperationer och statsskuldförvaltning*

**Centralbankstekniska och finanspolitiska operationer**

I föreliggande kapitel skall diskuteras utvecklingen av operationer i öppna marknaden från en *två-vägs* politik i penning- och kreditinfluerande syfte till ett medel i statsskuldförvaltningens tjänst, och tillbaka igen, erfarenheter som gjorts och slutsatser som kan dragas härav.

Den allmänna politiska och ekonomiska utvecklingen med krig och även i övrigt vidgade uppgifter för statsmakten, bl. a. till säkrande av den fulla sysselsättningen, har givit transaktionerna med räntebärande papper ökad användning och betydelse. Samtidigt har nya problem dykt upp i deras kölvatten med krav på att bli klarlagda och lösta.

Det har i föregående kapitel antytts, att FEDERAL RESERVE SYSTEM använder operationer i öppna marknaden i syfte att öka eller minska medlemsbankernas överskottsreserver, vilka kan utgöra bas för ökade bankinsättningar och krediter. Härigenom kan det förstärka och komplettera effekten av diskontoförändringar. Även om det förhåller sig så, att operationerna i vissa lägen, främst när det gäller att göra penningförsörjningen rikligare, inte endast förstärker utan i viss mån ersätter diskontoförändringen som drivande kraft, är målsättningen ändå begränsad. Den sträcker sig nämligen inte längre än till att flöda marknaden med pengar, medan det alltjämt får ankomma på hugade spekulanter att utnyttja de friställda medlen. Även när det gäller att torka upp marknaden för att ge eftertryck åt en diskontohöjning, är uppgiftens storleksordning måttlig. Försäljningen av räntebärande papper hålls nämligen inom sådan ram, att marknaden är villig att uppta vad som bjuds ut utan alltför stora kursjusteringar nedåt på utelöpande värdepappersstock. När den åsyftade räntehöjningen slagit igenom, är uppgiften löst, och det är tid att inställa operationerna. Denna begränsade målsättning som diskontoförstärkande medel är av rent penningpolitisk eller kanske bättre centralbanksteknisk karaktär. Den var

operationernas ursprungliga mening i de länder, främst STORBRITANNIEN och FÖRENTA STATERNA, där de uppkom och utvecklades.[1])

Just för centralbanken var det ett räntepolitiskt intresse att få en marknad tillskapad, på vilken den skulle kunna köpa och sälja räntebärande papper. Den har alltjämt i denna dag intresse av att vidmakthålla en dylik som en verklig *två-vägs* marknad.[2]) Däremot kan den givetvis inte vara betjänt av att få marknaden satt ur funktion genom att överansträng den, så att där i realiteten endast finns en köpare eller en säljare, centralbanken själv. Om den alltså skall kunna få det önskade resultatet för sin räntepolitik, tvingas den iaktta måttfullhet i sina anspråk på marknaden. Denna måste fungera, om det skall vara någon riktig mening bakom talet om en *öppen* marknad.[3]) En uteslutande centralbanksdominerad sådan kan däremot svårligen sägas vara öppen. Mera härom nedan.

Med de tekniska möjligheter att dra åt sig, respektive pumpa ut, kontanta pengar i en fungerande marknad, som på så sätt tillskapats, har emellertid i vissa lägen även andra syften än de rent räntepolitiska kunnat tillgodoses, så mycket mer som operationerna tämligen genomgående kommit att utföras i statspapper med något inslag av andra officiella institutioners papper. Efter hand har de därför också blivit ett oberoende instrument till reglerande ingrepp i olika hänseenden. I hög grad har detta varit fallet, t. ex. när det ansetts önskvärt att motverka eller neutralisera konsekvenserna för den inhemska penningförsörjningen av guld- och valutarörelser. Det har ju varit brukligt, att de tidigare omnämnda valutautjämningsfonderna för att finansiera sin uppköpande verksamhet fått disponera i regel korta räntebärande statspapper, vilka funnit sin placering i bankerna. Avsikten därmed har

[1]) För en utförlig framställning av operationerna i öppna marknaden hänvisas till DE KOCK, a. a., 3. edit., ss. 180—221. Detta arbete har här utnyttjats även i fall, där direkt hänvisning inte alltid lämnas. Enligt DE KOCK skulle ränteförstärkande operationer inte ha förekommit i STORBRITANNIEN mellan år 1932 och år 1951, s. 192.
[2]) DE KOCK a. a., 2. edit., s. 234.
[3]) "For the effective carrying out of a comprehensive open-market policy, however, it is essential not only that there should be broad and active markets in short-term and long-term Government securities, if not also other securities, but also that the obviously gilt-edged securities in respect of which open-market operations are conducted should represent the central and sensitive part of the financial structure as a whole." a. a., 3. edit. s. 190.

varit att inkräkta på det kreditutrymme, som tillkommit genom bankinsättningar vid likvideringen av guld- och valutaköpen.[4]) Ett valutapolitiskt syfte att kunna kontrollera guld-, valuta- och kapitalrörelser har således med hjälp av dessa operationer kunnat kombineras med åtgärder av steriliserande eller neutraliserande art mot den inhemska penningförsörjningen. Vid valutautflöde har operationerna utförts i omvänd riktning med återköp av statspapperen för de likvider, som influtit av försäljningen av guld m. m.

Även rörelser av rent inhemskt ursprung såsom säsongmässiga förändringar av penningbehovet, vilka, om intet åtgörs, skulle framkalla knapphet eller överflöd, eventuellt med räntevariationer som följd, har kunnat utjämnas med hjälp av marknadsoperationer. Ett exempel härpå är julhandeln med dess starka krav på kontanta medel, vilka kunnat tillhandahållas genom uppköp av statspapper från bankerna. Ett annat är ojämnheter i tillflöde och utbetalningar av offentliga medel. Den marknadsmässiga anspänningen av stötvisa, betungande skatteuppbörder har kunnat mildras genom köp av statspapper, medan stora statsutgifters flödande av marknaden kunnat motverkas av försäljningar.

Gemensamt för dessa slag av operationer, samt under vissa förutsättningar för dem som motiveras av valutarörelser, är deras marknadsreglerande funktion. De har karaktär av direkta, utjämnande ingrepp i marknadstillgången på pengar och representerar ett steg vidare från den räntepolitiska uppgiften med dess begränsade syfte att göra diskontoförändringar effektiva. Det är dock i bägge fallen väsentligen fråga om åtgärder av teknisk natur, som faller väl in i ramen för en centralbanks verksamhet. Operationerna har emellertid därutöver kommit till användning för uppgifter, som inte lika självklart kan betecknas som centralbankstekniska, ja, rentav kan vara oförenliga med dessa. Detta har ibland varit fallet, när de nyttjats för statsfinansiella eller allmänt ekonomisk-politiska ändamål.

I statskassans intresse har de flitigt begagnats under senare decennier för att förbereda marknaden för nya statslåneemissioner samt för konvertering av gamla lån. Detta stöd åt statskrediten har naturligtvis haft sin särskilda motivering i kraven på smidig och effektiv finansiering

[4]) Detta är bl. a. den metod den västtyska centralbanken anlitat för behandling av guld- och valutatillflödet sedan år 1955. Se nedan s. 148.

av krigskostnaderna i de bägge världskrigen — framför allt det senare. Av fredstida operationer förtjänar särskilt framhållas de stora konverteringar, som genomfördes i Storbritannien år 1932 efter guldmyntfotens övergivande, och som innebar övergång från ett 5-procentsläge till ett 3 1/2-procentsläge för långfristiga statslån. Utan omsorgsfull och djupgående förberedelse av marknaden genom uppköp av statspapper med penningflöde och nedåtriktat tryck på räntan till följd skulle ett för den tiden så jättelikt belopp som cirka 2 miljarder pund knappast kunnat konverteras.[5]) Med exempel såväl från en krigstids abnorma krav som framgångsrika utplaceringar av statslån under mera normala förhållanden har det från statskassans sida i många länder blivit vanligt att betrakta det som mer eller mindre en skyldighet för centralbanken att med lämpliga marknadsoperationer bispringa statsskuldförvaltningen vid varje uppkommande lånefinansieringsbehov, ävensom att under perioderna däremellan stödja kursnivån och reglera de inbördes kurserna på utestående statslån. Slutsatsen att, därför att operationerna med teknisk framgång kan användas, det också är deras självklara funktion att stå till statskassans förfogande, är emellertid knappast på rationella grunder riktig, enär det fiskala intresset av bekväm penninganskaffning mycket väl kan komma i konflikt med centralbankens viktigaste uppgift, dess valuta- och penningvårdande verksamhet. Skall operationer över huvud taget sättas in för att underlätta konverteringar och nyemissioner för statens räkning, synes — för att undgå dylika konflikter — principen vara den att begränsa dem till att i utjämnande och allmänt marknadsreglerande syfte motverka temporära och häftiga störningar eller rubbningar i eljest rådande marknadsläge men inte fundamentalt ändra detta.

Det är emellertid just vad som inträffat, när operationerna utnyttjats för att framkalla och vidmakthålla ett lågt ränteläge, ett tillstånd med billiga pengar. I denna funktion har de hittills längst gående konsekvenserna dragits av de tekniska möjligheter operationerna skapat. Förutsatt att tillräckliga mängder statspapper eller liknande skuldförbindelser funnits utelöpande eller myndigheter, näringsliv etc. varit beredda att utfärda nya, har centralbanken genom att till viss kurs obegränsat uppköpa dessa kunnat fastlägga nästan vilket lägre ränteläge som helst

[5]) De Kock, a. a., s. 195.

än det, som eljest skulle råda. De viktigaste motiven för en de billiga pengarnas politik har varit tre till antalet.

Under 1930-talet, när räntenivån sänktes i de flesta länder, skedde det med motivet att bekämpa depressionen och främja återhämtningen av konjunkturen. Med hjälp av omfattande marknadsoperationer genomfördes räntesänkningen och vidmakthölls därefter på det hela taget fram till andra världskrigets utbrott. Den åberopade motiveringen kunde därefter avlösas av den statsfinansiella, att hålla nere kostnaderna för statsskulden i krigstid, när statsutgifterna antar väldiga proportioner. I och för sig bör det visserligen inte vara svårare att finansiera ett krig vid ett högre än ett lägre ränteläge, om centralbanken alltid är beredd att gå emellan och överta osålda poster statslån. Snarare tvärtom. Men höga räntekostnader är naturligtvis alltid en viktig utgiftspost, om statsskulden är stor och växer kraftigt.[6])

Det tredje motivet för lågräntepolitiken och det, som spelat den avgörande rollen för händelseutvecklingen under efterkrigstidens tidigare år, är den fulla sysselsättningen. Billiga pengar har ansetts vara en viktig förutsättning för dennas förverkligande, och denna föreställning har på sina håll omfattats med sådan trosvisshet, att det funnits anledning tala om tillkomsten av en lågräntedoktrin.

Sammanfattningsvis kan marknadsoperationernas viktigaste uppgifter inordnas i två huvudgrupper, varav framgår deras skiljaktiga karaktär. Den första är av oomtvistlig centralbankstyp och omfattar:

1) effektivitetsförstärkning av diskontoförändringar,
2) neutralisering av guld- och valutarörelser,
3) utjämnande marknadsreglering av säsongmässiga och liknande störningar.

Den andra är av finanspolitisk typ och representeras av:

4) fiskala stödkrav samt
5) konjunktur- och sysselsättningspolitiska önskemål om billiga pengar.[7])

Händelseutvecklingen fram till 1950-talets början hade otvivelaktigt lett fram till i det närmaste full dominans för den senare gruppen. De

---

[6]) De Kock, a. a., s. 192, trycker ganska hårt på motivet för billiga pengar att vara "an aid to ... war finance."

[7]) De Kock, a. a., s. 192.

finanspolitiska uppgifterna att tillgodose statskassans penningbehov och den fulla sysselsättningens låga räntor hade så gott som fullständigt undanträngt de centralbankstekniska. Diskontoförändringar spelade inte längre någon nämnvärd roll. Guld- och valutarörelserna blev efter hand så gott som överallt underkastade valutareglering och importkontroll, och den säsongmässiga marknadsregleringen var till största delen obehövlig, när överflöd rådde på pengar. Däremot var statskassans trängande behov att konvertera sina lån av utslagsgivande betydelse.[8]) Kunde detta dessutom ske till låga räntor, bl. a. med åberopande av sysselsättningspolitiska motiv, var det blott så mycket bättre ur fiskal synpunkt.

För centralbankernas vidkommande innebar utvecklingen till en början vidgat inflytande på bank- och kreditväsendet i övrigt, härledande sig från den ökade makt över det ekonomiska livet, som staten förvärvat sig under depressionens och krigets tryck. Men samarbetet med staten, d. v. s. finansdepartement och skuldförvaltning, ledde också till centralbankernas allt större underkastelse under dessa organ. En naturlig konsekvens härav blev, att synpunkter, som hade sitt berättigande framför allt i finansdepartementen, kom att skjuta undan dem, som borde vara vägledande för centralbankernas uppträdande. Härigenom uppluckrades i realiteten kontrollen över bank- och kreditväsendet ävensom den intima kontakten med och ingående övervakningen av penningförsörjningen. Centralbankernas viktigaste penningvårdande uppgift omöjliggjordes i själva verket, och hand i hand med statskassans ohämmade tillgång till penning-, kredit- och kapitalmarknaderna gick en ökad frisläppthet för institutioner och allmänhet på samma marknader.

---

[8]) Exempel härpå är den amerikanska stödpolitiken, om vilken Ordföranden i FEDERAL RESERVE BOARD fällde följande omdöme år 1949: "In retrospect, I am certain that our action in support of the Government securities market was the right one. That program was a gigantic operation. In the 2 years 1947 and 1948, the System's total transactions in Government securities amounted to almost $ 80 billion. Despite this huge volume of activity, the net change in our total portfolio was relatively small. I am convinced that we could not have abandoned our support position during this period without damaging repercussions on our entire financial mechanism as well as seriously adverse effects on the economy generally." PATMANKOMMITTÉN, s. 360. Det kan dock framhållas, att the TREASURY konverterade över 35 miljarder dollars år 1953 och över 50 miljarder dollars år 1954 utan nämnvärt stöd från FEDERAL RESERVE. *Federal Reserve Bulletin*, Febr. 1955, s. 111.

Det inträdda dilemmat skildras för FÖRENTA STATERNAS del instruktivt av Ordföranden i FEDERAL RESERVE BOARD år 1949 med följande ord:

"In the transition period from a war to a peacetime economy the inflationary problem became more acute, notwithstanding the termination of heavy Government deficits. The development of inflation was made possible primarily by the large volume of liquid assets built up during the period of war finance, accompanying shortages of goods and deferred demands, but it was augmented by post-war expansion of credit to private borrowers. Liquidation of Government securities was an important source of funds for current spending and for credit expansion, and the Federal Reserve found it necessary to purchase securities in order to maintain a stable and orderly market for Government securities. These purchases supplied additional bank reserves. Under the circumstances action for counteracting inflationary developments had to be limited to relatively moderate measures.

Federal Reserve officials were thoroughly aware of the dilemma presented by the conflicting problems of debt management and monetary policy in the postwar period and endeavored by various means to restrict credit expansion while at the same time stabilizing the market for Government securities." [9])

Erkännandet att konfliktsituationen begränsat motåtgärderna mot inflation till "relatively moderate" är talande nog för nedvärderingen av centralbankens traditionella uppgift. Men situationen var inte annorlunda på andra håll i världen. Sverige var i det hänseendet intet undantag. Överallt hade centralbankerna engagerats i finansieringen av de offentliga utgifterna. DE KOCK skildrar den inträdda situationen på följande sätt i 2:a uppl. av sin bok (1949):

"Now more than ever it suits the book of Governments and political bodies generally to continue, rightly or wrongly, the current trend towards the maintenance of cheap money and expansionism. In other words, the course of events since 1930 has indeed placed large blocks of Government securities in the hands of central banks and thus given them the technical means for bringing about contraction of credit, but it has also made Governments much more dependent on the money and capital markets and more interested in low money rates."

Och hurudan verkan blivit för bankernas del av deras innehav av stora statspappersportföljer och för deras ställning i förhållande till centralbankerna framgår av följande ord:

---

[9]) PATMANKOMMITTÉN, s. 357.

"The holding of so many securities by the commercial banks 'means that their policies regarding commercial loans are insulated from the influence of the central bank's operations', as 'no contraction of their reserves within the realm of probability would suffice to prohibit an expansion of their loans because they stand so ready to meet a loss of reserves by selling securities or by allowing them to run off at maturity'."

Konfliktsituationen kommer till uttryck i dessa rader:

"The only thing that would deter commercial banks from selling many securities for this purpose under such circumstances would be the effect on prices of concurrent heavy sales by the central bank, but this would also deter the Government from allowing the central bank to follow this line of action to any appreciable extent".[10])

**"Monetisering" av statsskulden**

Det var i Förenta staterna, som konflikten av olika anledningar kom att bryta ut med den största intensiteten. Statsskulden uppgick där till enorma belopp emitterade till räntor, som fastlåsts på förkrigstidens låga nivå. Stora konverteringar var fortlöpande aktuella.[11]) Allmänhet såväl som banker och andra institutionella kapitalplacerare innehade det allra mesta av statslånen. Federal Reserve System var, såsom skildrats i föregående kapitel, lagligen såväl som enligt tradition och tongivande opinion om systemets skötsel bundet av täckningsregler och föreställningar om rimliga proportioner mellan olika typer av pengar.

När därför med Koreakriget en situation inträdde, i vilken statskassan inte endast hade konverteringar att genomföra utan därtill också uppgiften att skaffa medel genom upplåning till krigets finansiering, samtidigt som en kreditexpansion i bankerna och överlag en stark efterfrågan på pengar satte in för expansion i näringslivet, riktades från bägge hållen kraven mot centralbanken. Från bägge skedde det med federala obligationer. Det var denna gång fråga om marknadsoperationer så att säga i omvänd ordning med initiativet utgående från stat och allmänhet och med spetsen riktad mot centralbanken som enda köpare. För statskassan gällde det att sälja nya obligationer för att få pengar till nya utgifter och för banker och övrig allmänhet att sälja de

[10]) De Kock, a. a., 2. edit., s. 234.

[11]) Cirka 50 miljarder dollars år 1957. Patmankommittén, s. 73.

gamla för att få medel till ökad kreditgivning m. m. Om det rörde sig om nya eller gamla obligationer gjorde i dåvarande läge inte stor skillnad kvantitativt sett. Nya kunde ju utges obegränsat. På grund av statsskuldens storlek var även gamla till finnandes i sådan utsträckning, att försäljningarna inte kunde väntas upphöra av brist på material. Processen blev visserligen något olika men resultatet likartat, vilket slag av värdepapper som än köptes. Vid köp av nya gjorde staten utgifter, vilka gav upphov till bankinsättningar och påfyllnad av överskottsreserverna samt ökad kreditgivning och i sin tur nya bankinsättningar. Vid köp av gamla ökades överskottsreserverna direkt, kreditgivningen steg och bankinsättningarna fylldes därefter på i sin tur. Om FEDERAL RESERVE SYSTEM icke skulle reagera avvärjande inför anloppen, skulle det förmodligen inte heller kunna efterleva de principer för penningförsörjningen, som lag och konvention fastlagt. Denna process, genom vilken statspapper av olika typ kunde omvandlas till kontanta pengar, har fått den tekniska termen *monetisation of the public debt*, vilken i brist på bättre uttryck översättes med *monetisering* av statsskulden.

**Det penningpolitiska dilemmat**

Några ord behöver här sägas om innebörden av monetisering. Vid operationer i en traditionellt fri och öppen marknad går centralbanken in som jämställd part med övriga köpare och säljare och kan då genom försiktiga aktioner influera på kurserna. Den kan också, utan att allvarligt påverka dessa, köpa eller sälja begränsade belopp av värdepapper. Så fort aktionerna går över en viss gräns, visar emellertid erfarenheten, att övriga köpare och säljare i vetskap om centralbankens faktiska övermakt träder åt sidan och söker utröna bankens intentioner. De deltager icke längre i värdepappershandeln, och marknaden blir "trång". Skälet till deras handlingssätt är att komma till klarhet om den kursnivå centralbanken eftersträvar. Därmed anges ju också ränteläget. Men detta är icke marknadens eget utan centralbankens ränteläge, till vilket marknaden blott anpassar sig. Uppfattas centralbankens aktion som allvarligt menad, och så måste den givetvis uppfattas, leder möjligheten att få högre ränta vid andra placeringar följdriktigt i brist på andra finansieringsmöjligheter till försäljning av statspapper, d. v. s. en omvänd marknadsoperation. Likviden gottskrives säljarens — om

denne är en bank — konto i centralbanken och kan såsom kassamedel utgöra täckning för flerdubblade bankinsättningar. Räntebärande värdepapper, främst statspapper, förvandlas genom denna process till pengar av hög likviditet, d.v.s. kassamedel. Ordet *monetisering* med sin anspelning på mynt vill just framhäva egenskapen av centralbankspengar med dessas särskilda möjligheter för kreditgivning och bankdepositioner.

Om, av hänsyn till statskassans önskemål att få värdet på statsskulden upprätthållet, kurserna spikas och detta dessutom under lågräntedoktrinens inflytande sker på förhållandevis hög nivå, förvandlas statsskulden i sin helhet till likvida, d. v. s. i sedlar inlösbara, papper. Eftersom villkoret för att bankinsättningar m.m. skall betraktas som pengar, är deras inlösbarhet i sedlar eller mynt till pari, måste rimligen uppfyllandet av samma villkor för statspapperens del komma att jämställa dessa med andra mera renodlade penningformer, t. ex bankinsättningar. För Förenta staterna betydde detta i dåvarande läge, att statspapper till cirka 250 miljarder dollars likställdes med kassamedel — så länge lågräntepolitiken fullföljdes — kassamedel, som med då gällande kassareservbestämmelser skulle gett formellt utrymme för sex gånger så stora depositioner i medlemsbankerna. Med en samtidig penningförsörjning av omkring 30 miljarder dollars i sedlar och 175 miljarder dollars i bankinsättningar, kunde Federal Reserve System näppeligen ha handlat annorlunda än det gjorde, nämligen att sätta sig till motvärn och vägra köpa statspapperen till fastlagda kurser — d. v. s. offra den spikade lågräntan. Detta skedde dock inte utan motstånd från statskassans sida.

Ända sedan årsskiftet 1945/46 hade diskussioner pågått mellan det amerikanska finansdepartementet, the Treasury, och the Federal Reserve Board i räntefrågan. Det gällde då närmast den s.k. preferensräntan om 1/2 % för belåning av högst ettåriga statsobligationer i Reserve bankerna, vilken dessa önskade avskaffa och också avskaffade i maj 1946. Även 3/8 % skattkammarväxelräntan var ifrågasatt att höjas, vilket skedde i juli 1947. Men bägge åtgärderna rönte till en början energiska invändningar från the Treasury's sida. En viss teknisk rörlighet med höjningar och sänkningar utan frångående av lågräntepolitiken blev dock resultatet för tiden fram till Koreakrigets utbrott under ett samarbete, där Federal Reserve strävade till högre räntor och the

TREASURY höll igen. Intressant är därvid den motivering de bägge åberopade för sina motsatta ståndpunkter.

Det förra tryckte på sitt ansvar för penningvärdet och sin skyldighet att hålla tillbaka inflationen via penningförsörjningen:

"The purpose is to avoid giving further impetus to the inflationary forces which now exist in our economy, among which must be included the supply of money in the hands of the public, particularly in its most active form — currency and bank deposits." [12])

I fråga om verkan av det låga preferensdiskontot för penningförsörjningen heter det följande:

"We do not agree that the significance of the preferential rate at this time is almost entirely psychological. The figures on the amount of borrowing under the preferential rate can easily be misleading because bank reserves thus created provide the basis for an expansion in credit of approximately six times the amounts borrowed. Thus, borrowings of 300 to 700 million dollars in recent weeks have provided support for about six times as much additional bank credit, which is by no means insignificant." [13])

Till detta svarade the TREASURY, att det visserligen erkände *monetisering* av statsskulden som ett "potentiellt problem" men att detta icke var för handen:

"... there was no evidence that member bank borrowing was actually being used as a basis for additional credit of approximately six times the amount borrowed." [14])

Sitt starkaste argument hade the TREASURY emellertid i sitt program för återbetalning av statsskulden, vilken nedbringades med 22 miljarder dollars från mars 1946 till KOREAkrigets utbrott. Samtidigt minskades FEDERAL RESERVE bankernas och andra bankers statspappersinnehav med 33 miljarder dollars. Detta var givetvis åtgärder, som höll tillbaka en inflationistisk penningförsörjning, lättade trycket på räntan, och minskade FEDERAL RESERVES behov av avvärjande, större räntehöjningar, något som också erkändes:

"This policy, which resulted in a direct drain on bank reserves and on bank liquidity positions, was continued into early 1949 and was by far the

---

[12]) PATMANKOMMITTÉN, s. 57.

[13]) a. a., s. 58.

[14]) a. a., s. 60.

most important and effective measure of restriction on inflationary credit expansion." [15])

**Marsöverenskommelsen i Förenta staterna år 1951**

I och med att KOREAkriget radikalt ändrade det statsfinansiella läget, blev nyupplåning i stället för skuldåterbetalning aktuell. The TREASURY hävdade därför nödvändigheten att hålla uppe värdet på statsskulden för att inte undergräva förtroendet till staten som låntagare och försvåra den ofrånkomliga nyupplåningen. För FEDERAL RESERVE framstod emellertid situationen med hänsyn till kreditgivningen och efterfrågan på långfristigt kapital som ohållbar, och de korta räntorna började höjas i augusti 1950 i samband med en statslånekonvertering, som följaktligen misslyckades och tvang systemet att träda emellan. Sedan konflikten, som nu blivit öppen, pågått i drygt ett halvt års tid, bilades densamma i mars 1951, och en överenskommelse träffades, som otvivelaktigt har historisk betydelse för centralbanksväsendet.[16]) Dels inledde den övergången till en i verklig mening rörlig ränta med frångående av den mer eller mindre låsta lågräntan. Dels var den ett avgörande steg till centralbankens frigörelse från underkastelsen under finansdepartementet. Det erkändes m. a. o., att ansvaret för penningförsörjningen i dess helhet måste gå före statskassans intresse av låga räntor t. o. m. i ett pågående krig. Ordalydelsen av den gemensamma deklaration, som utsändes, var följande:

"The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt-management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt." [17])

Samordning av statskassans ansvar för skuldförvaltningen med FEDERAL RESERVE's ansvar för kreditexpansionens tyglande var i själva verket en nödvändig förutsättning för att åter få kontroll över penningförsörjningen, något som heller inte kunde ske, med mindre än att

[15]) a. a., s. 358.

[16]) "In monetary history the accord was a landmark." WM. MCC. MARTIN, JR., Ordförande i FEDERAL RESERVE BOARD. *Federal Reserve Bulletin*, April 1953, s. 330.

[17]) PATMANKOMMITTÉN, s. 74.

medlemsbankerna åter bleve nödsakade att låna i FEDERAL RESERVE bankerna för att kunna fylla på sina överskottsreserver. Återupplivandet av denna princip representerar en klar vändpunkt i utvecklingen av marknadspolitiken. Medlemsbankerna skulle trots sitt stora innehav av statspapper söka förmås att icke sälja dessa utan i stället vid behov låna kortfristigt i RESERVE bankerna. För de långa obligationer, som bjöds ut rikligt av banker och andra större penningplacerare, skulle erbjudas i byte ett annat långfristigt icke överlåtbart lån med en kvarts procent högre ränta, vilket på innehavarens önskan när som helst kunde bytas mot ett marknadsmässigt femårigt papper. Endast begränsade stödköp av långa papper skulle vid behov genomföras. De korta räntorna skulle, i den mån det visade sig nödvändigt, få stiga i anslutning till det då 1 3/4 %-iga diskontot, och FEDERAL RESERVE skulle stödja statliga konverteringar av korta lån för att garantera en rimlig framgång för dessa. Det mjukare uppträdandet i marknadsoperationerna utan fixerande av oföränderliga mål för ränteläget var ägnat att dels öka förutsättningarna för marknadens fungerande genom att kvarhålla spekulanterna i densamma, dels möjliggöra kontakt med den marknadsmässiga ränteutvecklingen för att vid behov kunna ingripa i modererande syfte men heller inte mer. Det uppgjorda programmet kompletterat med en skärpning av kassareservbestämmelserna fullföljdes under ungefär två års tid med resultat, att medlemsbankernas upplåning i FEDERAL RESERVE bankerna mot slutet av år 1952 var den största sedan år 1921. Därmed hade förutsättning skapats för att åter låta diskontot spela en betydelsefull roll i kreditpolitiken.[18])

**Återupprättande av marknaden**

För att främja den fortsatta övergången till fria marknader, på vilka

[18]) "Member bank borrowing averaged about 1.6 billion dollars in December as compared with less than one-half billion in 1951 and the first half of 1952. Borrowing by member banks in December was the largest since 1921.

During the past two years the Federal Reserve has moved toward greater reliance on influencing the cost, availability, and supply of credit through the discount mechanism, a mechanism that puts pressure on banks to limit credit expansion and makes them more responsive to changes in the discount rate." *Federal Reserve Bulletin*, Febr. 1953, s. 97.

ränteläget för kort- och långfristigt kapital skulle kunna utbildas genom tillgångens och efterfrågans spel, uppdrogs vid samma tidpunkt nya riktlinjer för marknadspolitiken. Överenskommelsen av år 1951 innehöll nämligen moment, som var ägnade att hindra tillkomsten av en marknad med tillräckligt av djup, bredd och motståndskraft — *depth, breadth and resiliency* — för utförande av operationerna och underlättande av statsskuldens förvaltning. Stödköpen av långa obligationer och stödet åt konverteringar av kortfristiga statspapper, vilka senare uppgick till betydande belopp, förvirrade marknadsbilden så pass mycket, att marknaden hade svårt att utveckla sig till erforderlig omfattning. Inte minst svårigheten för utomstående spekulanter och investerare att bedöma, på vilken marknad, den långfristiga eller den kortfristiga, som stödpolitiken skulle inriktas, verkade hämmande. Av denna anledning skulle köp och försäljningar av långfristiga obligationer praktiskt taget helt slopas och operationerna begränsas till kortfristiga statspapper, d. v. s. så gott som uteslutande tremånaders skattkammarväxlar. Vidare skulle de stödoperationer upphöra, varmed marknaden förbereddes före statslånekonverteringar och -emissioner. Fördelarna med en politik efter dessa linjer skulle vara, att marknaden inte periodiskt behövde flödas med kassamedel, som vore svåra att dra tillbaka, innan de hade givit upphov till oavsedd kreditutvidgning. Vidare skulle sparare, vars medel staten önskade få placerade i statslån, kunna få lånen värderade genom en marknadsprocess, där värdet framkom genom uppskattningar av rådande och framtida kreditläge från ett stort antal investerares sida i stället för genom godtyckligt beslut av två myndigheter, the Treasury och the Federal Open Market Committee. Uppgivandet av stödpolitiken för statslån innebar emellertid också frångående av dittills accepterade åtaganden från Federal Reserve's sida att upprätthålla värdet på statsskulden i dess helhet och att reglera de inbördes värderelationerna mellan de olika lånen, att som det heter vidmakthålla *orderly markets*. Uppgiften skulle i stället förskjutas till att korrigera ev. uppkomna *disorderly conditions*. Stor försiktighet skulle därvid iakttas, så att en fri marknad även för statspapper skulle kunna återupprättas och utvecklas till önskad och erforderlig *depth, breadth and resiliency*.[19])

[19]) *Federal Reserve Bulletin*, April 1953, ss. 330—335.

**Låneprivilegiet och diskontot**

Sedan medlemsbankerna åter försatts i skuld till RESERVE bankerna och genom marknadspolitikens omläggning fungerande marknader återupprättats, var tiden mogen att låta penningförsörjningen styras med hjälp av de traditionella centralbanksinstrumenten.

"The Federal Reserve borrowing privilege and the discount rate, after years of disuse, have come to play once more their intended roles as flexible, impersonal instruments of monetary management." ... "the Federal Reserve has been able to bring into full use its instruments for influencing the general credit situation in order to promote economic and financial stability. Open market operations and the discount rate are again being used for this purpose as twin reserve banking measures, each complementing the other in affecting the availability, volume, and cost of credit." [20])

Under de därefter följande åren har diskontot, stött av marknadsoperationer, ändrats alltefter utvecklingen av medlemsbankernas skuldsättning till RESERVE bankerna. Den ovan omnämnda stora upplåningen i slutet av år 1952 följdes omedelbart av en kvartsprocentig diskontohöjning, och när sedan vid årsskiftet 1953/54 medlemsbankerna åter var skuldfria, sänktes diskontot i två etapper med en kvarts procent pr gång. Under år 1955 började en förnyad skuldsättning göra sig gällande, och diskontot höjdes fyra gånger med en kvarts procent. Även under året 1956 och fram till på hösten 1957 höll upplåningen i sig, varför nya diskontohöjningar blev erforderliga om tillsammans en procent. När därefter mot slutet av år 1957 kreditefterfrågan sjönk och medlemsbankerna inte längre behövde låna i RESERVE bankerna, sänktes diskontot först en halv procent och därefter ytterligare i flera etapper.[21]) Se diagram 4.

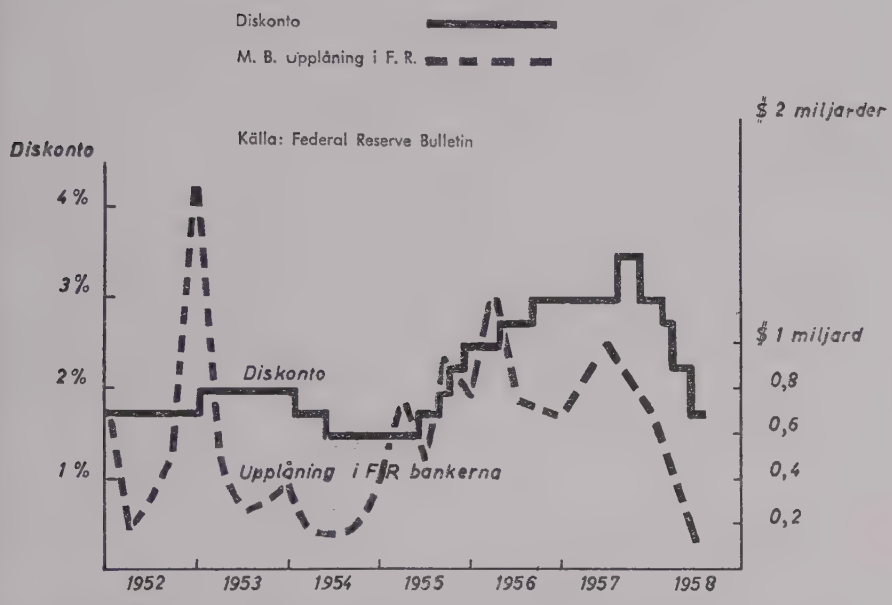
Omläggningen av marknadspolitiken innebär en minst lika radikal brytning med tidigare praxis som återinsättandet av låneprivilegiet, d.v.s. medlemsbankernas rätt att få låna i FEDERAL RESERVE bankerna, och diskontot som instrument i penningpolitiken. Under tiden efter

---

[20]) MC. C. MARTIN JR., WM., Ordförande i FEDERAL RESERVE BOARD, *"The Transition to Free Markets", Federal Reserve Bulletin*, April 1953, s. 334.

[21]) *Federal Reserve Bulletin*, Febr. 1953—Aug. 1958 och ROOSA, R. V.: *Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Markets*, NEW YORK 1956. Löptiden har därvid begränsats till 15 dagar. s. 25. Operationerna i växlar upptogs den 29 mars 1955. s. 88.

**Diagram 4**




övergången har operationerna så gott som uteslutande använts i sitt centralbankstekniska syfte att förstärka diskontoförändringarna och utjämna säsongfluktuationerna. De billiga pengarnas politik har helt försvunnit som målsättning för operationerna, medan det andra finanspolitiska syftet att stödja konverteringar och emissioner av statslån först efter något experimenterande kunnat övergivas. Därmed har operationerna återigen blivit en verklig *två-vägs* politik i en självständigt fungerande marknad. För att ytterligare bekräfta den rent temporära karaktären av de utjämnande värdepappersköpen har återköpskontrakt kommit till användning i växande utsträckning. En konsekvens av omläggningen har också blivit, att marknadspolitiken i långfristiga obligationer nästan helt upphört. Efter hand har praxis blivit, att operationerna utförs i skattkammarväxlar med tre månaders löptid. På senaste tid har de i liten skala även kommit till utförande i "banker's acceptances".

Därmed har utvecklingen gått varvet runt åtminstone i FÖRENTA STATERNA. Från att ha varit ett centralbankstekniskt instrument, som

främst under 1920-talet och tidigare anlitades för att bereda marken för diskontoförändringar och göra dessa effektiva, och som på 1930-talet fick till ytterligare uppgift att utjämna säsongfluktuationer, övergick marknadsoperationerna på 1940-talet till att bli ett medel i statskassans tjänst att skaffa pengar, för att därefter ett stycke in på 1950-talet åter få till uppgift att komplettera diskontopolitiken och utjämna säsongfluktuationerna.

**Schweizisk guldpolitik**

Av visst intresse i detta sammanhang är politiken i det finansiellt välorganiserade SCHWEIZ, där NATIONALBANKEN saknat laglig rätt att utföra marknadsoperationer i värdepapper ända fram till år 1953. Vid denna tidpunkt inrymdes emellertid en bestämmelse i Nationalbankslagen med tillstånd till köp och försäljning av värdepapper, ehuru blott med en förfallotid av högst två år.[22]) Operationer i långfristiga obligationer är således alltjämt icke tillåtna, och möjligheterna att operera i medgivna, upp till tvååriga, papper är ännu så länge starkt beskurna av utvecklingen själv efter 1953. NATIONALBANKEN har helt enkelt inte kunnat lägga sig till med en tillräcklig värdepappersportfölj, eftersom läget i en inflationstid icke varit sådant, att det varit motiverat att flöda marknaden med nya pengar. Den har således i praktiken hittills varken kunnat köpa eller sälja värdepapper. Däremot har den schweiziska valutans starka ställning möjliggjort mark-

[22]) *Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank* vom 23. Dezember 1953, Art. 19.
"Der Gegenwert der im Umlauf befindlichen Noten soll vorhanden sein:
. . . . . .
in Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen des Bundes und der Bundesbahnen, eidgenössischen Schuldbuchforderungen, Schuldverschreibungen der Kantone und der Kantonalbanken im Sinne des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen sowie von Pfandbriefen der schweizerischen Pfandbriefzentralen mit einer Verfallzeit von höchstens zwei Jahren."

Se också FOUSEK, a. a., s. 32. "In some cases there are legal restrictions on the maximum maturity of government securities that can be included in central bank portfolios. Such restrictions either provide that the securities must be short term but without defining the maturity (e.g., in Venezuela), or actually specify maximum maturities, ranging from two years (in Switzerland) to five years (in Mexico) or even ten (in Guatemala)."

nadsoperationer i guld i uttalat restriktivt syfte. Sålunda avgav NATIONALBANKEN under krigs- och efterkrigsåren 1942—1947 inte mindre än drygt 1 miljard francs i guld till marknaden. Vad som emellertid omöjliggjorde fortsatta guldförsäljningar var, att guldet trots exportförbud vandrade ut till utlandet, en komplikation som operationer med räntebärande statspapper knappast behöver riskera. Under i huvudsak samma tid såldes därutöver guld till ett belopp av 1,2 miljarder francs till EDSFÖRBUNDET, vilket för att skaffa medel till likviden kunde sälja obligationer i marknaden och därmed strama åt densamma.[23]) Detta exempel visar, att operationer på de inhemska marknaderna inte nödvändigtvis behöver äga rum i räntebärande papper, utan att också andra former och instrument kan komma till användning och ge likartat resultat.

**Marknadspolitik i andra länder**

Omläggningen av den amerikanska marknadspolitiken har av naturliga skäl inte kunnat undgå att ge återverkningar även på andra håll. Det är emellertid ett faktum, att ingenstädes en lika renodlad övergång till centralbankstekniskt orienterade marknadsoperationer ännu så länge företagits. Det har varit först efter motstånd från de fiskala intressenas sida och i många fall, sedan lång tid förflutit, som steg tagits i riktning mot en nyorientering av marknadspolitiken. Dessa har då ofta avsett omläggningar endast i vissa hänseenden. De har gällt t. ex. frångående av den spikade räntan, övergång till rörligare räntepolitik i förening med uppjustering av den genomsnittliga räntenivån, begränsning i de räntestödjande operationernas omfattning etc. Hur utvecklingen gestaltat sig för ett antal länder, må därför här i korthet beröras.[24]) Ytterligare fakta och synpunkter, sammanhängande med marknadspolitiken, kommer att framläggas i de tvenne följande kapitlen.

I KANADA, vars grannnskap till FÖRENTA STATERNA gör landet särskilt mottagligt för inflytelser därifrån, togs första steget bort från den spikade räntan i början av år 1948, d. v. s. kort tid efter det samma politik inletts i FÖRENTA STATERNA. Därefter följde en tämligen likar-

[23]) *Geschäftsberichte der Schweizerischen Nationalbank* 1942—1949.

[24]) För denna framställning hänvisas särskilt till FOUSEK, a. a., s. 31—44.

tad utveckling som den i sistnämnda land med viss frigivning av de kortfristiga räntesatserna under Koreakriget. Marknadsoperationer har emellertid ägt rum i såväl kort- som långfristiga statspapper i syfte att påverka kreditvolymen i reglerande riktning, d. v. s. sammansättningen av bankernas tillgångar. Därvidlag har den kanadensiska penningpolitiken således inte följt den amerikanska. År 1956 förklarades avsikten dock vara att begränsa operationerna till i huvudsak temporär utjämning men inte att hindra de mera långsiktiga marknadstendenserna i tillgången och efterfrågan på kapital att slå igenom i räntorna. För Kanadas del måste särskilt beaktas, att det ända från centralbankens tillkomst år 1935 varit ett eftersträvat mål att främja tillkomsten av absorptionsdugliga marknader för statspapper. Härav har följt som en särskild uppgift för centralbanken att själv företaga omfattande köp och försäljningar av dylika papper, något som ju samtidigt inneburit stöd åt statskassan. Det är således en inte oväsentlig skillnad mellan marknadspolitiken i de båda nordamerikanska staterna.

Av de västeuropeiska länder, som efter Schweiz nått längst i strävandena att befria sig från valutarestriktioner, Västtyskland och Belgien, har det förra haft så speciella förhållanden, att marknadsoperationer på det hela taget inte förekommit under efterkrigstiden före år 1955. Därefter har de kunnat begränsas till den centralbankstekniska uppgiften att neutralisera verkningarna av det kontinuerliga valutatillflödet. Genom 1948 års valutareform avskrevs ju den tidigare statsskulden nästan fullständigt, varför denna givetvis heller inte kunnat ge upphov till några förvaltningsproblem, så länge som en ny, omfattande statsupplåning inte varit aktuell.

I Belgien har heller inte förrän på allra senaste tid förekommit nämnvärda marknadsoperationer, men av helt andra skäl. Där har nämligen systemet med likviditetskvoter anlitats sedan år 1946 i nära nog drastisk form och utsträckning. Privatbankerna har nämligen varit förpliktade att placera 50 till 65 procent av sina depositioner i statspapper. Härigenom har statskassan vid stigande bankinsättningar, delvis framkallade av statliga budgetunderskott, automatiskt tillförsäkrats nyssnämnda andel av depositionerna. Även i centralbanken har statskassan haft tillgång till en kredit, vilken dock varit begränsad till 10 miljarder francs. Sedan denna överskridits år 1957, men det överskjutande beloppet efter protest från centralbanksledningens sida snabbt

återbetalats, har vissa förändringar vidtagits i syfte att upprätta penning- och kapitalmarknader, på vilka marknadsoperationer skulle kunna äga rum. Det är emellertid tydligt, att det belgiska systemet hittills rimmat illa med de krav, som kännetecknat guldparistandarden i främst FÖRENTA STATERNA.[25])

STORBRITANNIEN har ju sedan gammalt haft välorganiserade marknader för köp och försäljning av statspapper, såsom framhållits i början av detta kapitel. Vad som i detta sammanhang behöver tilläggas är, att lågräntepolitiken drevs till sin spets år 1946 med dåvarande finansministern DALTON's bekanta försök att sänka den långa räntan till 2 1/2 procent. Försöket strandade emellertid, måhända till bekräftelse av den gamla satsen, att "JOHN BULL can stand anything, but he can't stand two per cent". Emellertid var det först i november år 1951, som den brittiska penningpolitiken började omläggas på ett avgörande sätt med övergång till rörligare ränta och höjd genomsnittlig räntenivå. Denna fråga kommer att belysas ytterligare i kapitel 11.

Sedan dess torde inget västeuropeiskt land ha drivit själva räntepolitiken mera målmedvetet rörligt. Operationerna i öppna marknaden har i huvudsak ägt rum i kortfristiga papper. I allmänt utjämnande syfte har de dock ävenledes kommit till utförande i papper med längre löptid. Däremot anses det, att BANK OF ENGLAND i regel på senare år inte eftersträvat att ingripa i syfte att påverka marknadens räntebildning för statspapper och tillgången och efterfrågan på kapital. Klara undantag härifrån är emellertid de stödaktioner, som företagits till förmån för statskassan i samband med konverteringar av äldre lån. Ännu så sent som våren 1957 sänktes t. ex. diskontot med en halv procent för att förbilliga utbytesemissionerna, trots att underliggande faktorer av valutateknisk art var sådana, att de kort tid därefter tvingade upp diskontot med hela 2 procent. Helt naturligt är förvaltningen av statsskulden på grund av dennas storlek ett svårbemästrat problem. Den brittiska marknadspolitiken bedrivs synbarligen för närvarande efter riktlinjer, som nära överensstämmer med dem i FÖRENTA STATERNA. Olikheter i fråga om marknadsinstitutioner, valutaläge, statsskuld och

---

[25]) BELGIEN torde emellertid intaga en i valutahänseende undantagsmässigt gynnad position på grund av valutatillskott från BELGISKA KONGO. Härigenom kan måhända den relativt betydande friheten att göra valutatransaktioner förklaras.

allmänna ekonomiska villkor gör dock, att den inhemska penningpolitiken i sin helhet inte utformats på alltigenom samma sätt. Så tillämpas t. ex. ett system av informella likviditetskvoter av f. n. cirka 30 procent av depositionerna. Den är måhända därför inte heller till alla delar anpassad till guldparistandardens krav.

För Sveriges del må i korthet erinras om att Riksbankens politik under den första efterkrigstiden kom att dikteras av kravet på låga räntor. Samma penningpolitiska dilemma som det nyss skildrade för Förenta staternas del gjorde sig starkt gällande under senare hälften av 1940-talet och kom i ett akut stadium redan åren 1947—48, således tidigare än i nämnda land.[26]) Riksbanken tvangs därvid att i väsentlig utsträckning bispringa statskassan genom att uppta en betydande del av statsskulden. Ett första något större steg bort från den spikade lågräntan togs inte förr än i slutet av år 1950 med en halvprocentig diskontohöjning. Det skulle därefter dröja till slutet av år 1954, innan nästa steg i räntehöjande riktning togs. På våren 1955 blev det dock ett mera markerat genombrott för den rörligare räntepolitiken. Denna har därefter i viss utsträckning fullföljts genom senare ränteändringar.

Det hör därutöver till bilden, att Riksbanken även under hela 1950-talet varit nödsakad att tillgodose statsskuldförvaltningens intressen, såväl genom stödaktioner i samband med konverteringar och nyemissioner som genom fortsatt övertagande av delar av statsskulden. Likviditetskvoter har också kommit till användning som resultat av överenskommelser mellan Riksbanken och privatbankerna. Svensk penningpolitik under efterkrigstiden synes alltså knappast ha varit väl avpassad till guldparistandardens krav.

Även andra länder än de ovan åberopade har naturligtvis i möjlig mån begagnat sig av operationer i öppna marknaden. Det skulle emellertid föra för långt att här gå in även på dessa. Nya karakteristiska bidrag till belysning av guldparistandarden skulle heller inte stå att få därav.

---

[26]) "Riksbanken har under året stått inför det svåra avvägningsproblemet att samtidigt hålla marknaden så lätt, att det eftersträvade ränteläget kunnat vidmaktshållas, och så stram, att kreditvolymen nedskurits." *Bankoutskottets utlåtande* nr 6/1948, s. 12.

**Slutsatser**

Såsom framhölls i inledningskapitlet[27]) har svårigheter mött att klarlägga de för guldparistandarden karakteristiska dragen i olika hänseenden. Inte minst är detta fallet på den interna penningpolitikens område. Vad beträffar penningsystemets utformning har framställningen i föregående kapitel dock givit vid handen, att guldparistandarden förutsätter på visst sätt tillskapad bundenhet mellan de internationella betalningsmedlen å ena sidan och penningförsörjningen, uppfattad främst som sedlar och bankinsättningar, å den andra. Reglering av kreditvolymen med olika likviditetskvoter, eller på annat sätt, kan däremot knappast betecknas som förenlig med guldparistandarden. Anledningen härtill är oklarheten i fråga om statsskuldens utveckling och förvaltning, vilken kan medföra ansvällning av bankinsättningar och sedelvolym på sådant sätt, att guldparistandardens valutapolitiska målsättningar äventyras.

I föreliggande kapitel, som behandlar den del av penningpolitiken, som rör operationer i öppna marknaden, har visats, att FÖRENTA STATERNA omlagt sin marknadspolitik i syfte att eliminera statsskuldens inflytande på penningförsörjningen, i annan mån än som betingas av alldeles speciella förhållanden, t.ex. av temporär natur. Detta har uppenbarligen skett av hänsyn till guldparistandardens krav. En marknadspolitik efter detta nya mönster torde då tillika få anses kännetecknа guldparistandarden.

Tvekande och med viss eftersläpning har några länder följt efter i denna nyorientering av marknadspolitiken. De har dock inte till alla delar anammat densamma, även om de i viktiga hänseenden godtagit den. Andra länder åter — och detta gäller naturligtvis särskilt dem, som ännu inte för sin del fullt accepterat sådana villkor som konvertibilitet etc. — har sökt sig fram med kompromisser mellan kravet på återupprättande av oberoende värdepappersmarknader och statsskuldförvaltningens krav på bestämmanderätt. Framför allt har det i dessa länder visat sig svårt att få till stånd en frigörelse av marknadspolitiken från hänsynen till statskassans intressen att kunna dels konvertera utestående lån och upptaga nya, dels också göra detta till lägre räntor än

[27]) Se ovan s. 20.

som skulle stå att få utan stödåtgärder. Kompromissen har i allmänhet bestått i att den spikade lågräntan övergivits och en styrd, rörlig ränta införts. Dock har kravet på företrädesrätt för nya statslån och säkrad placering av statsskulden i många fall bibehållits, bl. a. med anlitande av kassareservbestämmelser och likviditetskvoter. Säkerhet för att guldparistandarden skall kunna fungera störningsfritt med en marknadspolitik efter detta mönster kan inte anses vunnen.

# *Skattkammarväxlar och penningmarknader*

**Behov av penningmarknader**

I avslutningen till föregående kapitel framhölls, att eliminering av statsskuldens inflytande på penningförsörjningen, i annan mån än som betingades av särskilda skäl, framstod som ett väsentligt villkor för guldparistandardens funktion. Det framhölls också, att det är en öppen fråga, i vilken utsträckning marknadsoperationer kan företagas i statskassans intresse utan att äventyra guldparistandarden. I detta hänseende är det viktigt att lägga märke till, att statsskuldens sammansättning skapar särskilda problem. Det kan nämligen stöta på speciella svårigheter att förhindra inflytanden på penningförsörjningen just på grund av denna sammansättning. Statsskulden består ju i regel av papper av olika typ, t. ex. obligationer med längre eller kortare löptid och skattkammarväxlar. De sistnämnda kan på grund av sin kortfristiga natur ställa statskassan inför oberäkneliga påfrestningar, som kan vara svåra att bemästra utan stöd från centralbankens sida. Och lämnas detta, kan det draga med sig oavsedda verkningar för penningförsörjningen. Här behövs tydligen en buffert med uppgift att mildra störningarna på bägge hållen.

Om det gällde att eliminera enbart den långfristiga statsskuldens inflytande, skulle hänsyn inte behöva tagas till komplikationer av rent institutionell art. Tillvägagångssättet är välkänt och institutionerna finns. Värdepapperen får omplaceras från centralbank till affärsbanker och från bägge dessa i sin tur till s. k. fasta händer på kapitalmarknaden för att om möjligt stanna där. Räntevillkoren är härvidlag det kanske viktigaste hjälpmedlet och marknadsoperationer ett medel att påverka dessa.

Den kortfristiga statsskuldens behandling är måhända inte i princip en annan, men dess karaktär av flytande skuld, som i praktiken med korta intervaller kan tvinga statskassan till stora utbetalningar av likvida medel, ställer andra anspråk på behandlingen. Genom händelse-

utvecklingen under och efter andra världskriget har statsskulden i de flesta länder i mycket stor omfattning kommit att lyda på skattkammarväxlar. Detta är en nyhet. Behov har därför uppstått av särskilda föranstaltningar för att kunna hantera den kortfristiga statsskulden, bl. a. för att i möjligaste mån förhindra oavsedda störningar på penningförsörjningen. Det har blivit nödvändigt, och i själva verket en förutsättning för att effektivt kunna hindra dylika störningar, att tillskapa egentliga *penningmarknader*, där sådana tidigare inte funnits, att återuppliva dem, som under krigs- och de första efterkrigsåren helt eller delvis varit försatta ur funktion, och att utveckla dem, som existerar. Utan effektivt fungerande marknader för alla typer av värdepapper kan penningpolitik inte bedrivas med rimlig utsikt till framgång för guldparistandardens målsättningar.

Penningmarknadens uppgift är att tillgodose långivarnas behov av likviditet för sina medel, på samma gång som låntagarnas önskemål om kortfristig kredit kan efterkommas.[1]) Hur denna marknad organisatoriskt skall se ut, kan variera. Den klassiska penningmarknaden fanns ju i LONDON och var där uppbyggd kring s. k. "discount houses" med ensamrätt till BANK OF ENGLAND's "discount window". Efter att ha varit i huvudsak lamslagen under den spikade lågräntans tid har den brittiska penningmarknaden åter levt upp med sina f. n. 12 "discount houses".[2]) Detta möjliggjordes genom omläggningen av penningpolitiken i slutet av år 1951. I andra länder är marknaden måhända mindre distinkt organiserad och i många fall rätt trång. Affärsbanker och bankirfirmor är dock överallt viktiga deltagare i denna typ av värdepappershandel, som också kan vara mycket omfattande. Exempel härpå är helt naturligt den amerikanska handeln med kortfristiga papper.

Det är i sin mån lika väsentligt för penningmarknaden som för de långfristigare värdepappersmarknaderna, att den kan erhålla djup, bredd och motståndskraft. Den korta löptiden och de speciella likviditetskraven för penningmarknadsinstrumenten gör det emellertid till en särskilt svår uppgift att skapa motståndskraft åt denna typ av mark-

---

[1]) "In this narrow sense, the money market may be defined as a center for organized dealings in monetary assets which provides the liquidity needed by lenders and at the same time satisfies the short-term requirements of borrowers." FOUSEK, a. a., s. 82.
[2]) Se ROOSA, a. a., ss. 14—16 och FOUSEK, a. a., ss. 84—88.

nad. Därvidlag har tillkomsten av de stora skattkammarväxelskulderna långt ifrån underlättat uppgiftens lösande. Tvärtom har ju endast större krav ställts på marknaden. Ökat djup och ökad bredd fordras givetvis för ökad absorptionsförmåga. Men motståndskraft får marknaden blott, om dess funktionssätt inger förtroende, förstås och accepteras. I annat fall blir den alltför lätt trång i anspända situationer, och mycket är inte vunnet för djupets och breddens del.

Operationer i kortfristiga papper — oundvikliga i nuläget på grund av statsskuldens faktiska sammansättning och marknadens naturliga dynamik — måste handhas så, att störningar i penningförsörjningen i möjlig mån minskas. Uppgiften för denna marknadspolitik blir alltså att underlätta den kortfristiga statsskuldens förvaltning vid sidan av de erkänt centralbankstekniska operationerna, som ju går ut på att förstärka effektiviteten av diskontopolitiken genom förändringar av den kreditgrundande kassavolymen, att neutralisera guld- och valutarörelser och att utjämna säsongmässiga störningar. Detta syfte måste formuleras så klart, att penningmarknaden kan bringas att stödja i stället för att motverka operationerna. Dess medverkan kan emellertid knappast påräknas, med mindre än att även dess intressen i möjligaste mån tillgodoses. Av denna anledning kan det vara lämpligt att stanna något inför det "nya" marknadsinstrumentets, skattkammarväxeln, traditionella och nutida, delvis nya, uppgifter.

**Skattkammarväxlar — ett statligt låneinstrument**

Skattkammarväxeln är såväl till form som egenskaper ett instrument för kortfristig *statlig* upplåning dock icke primärt i centralbanken, för vilket förskottering à conto vore enklare. Den var ursprungligen gjord för att möjliggöra kassaförstärkning rent temporärt, varvid avsågs att finansiera utgifter i avvaktan på inflytande inkomster, med vilka växeln sedan kunde lösas. Detta är en relativt passiv uppgift. Den kan emellertid också till låntagarens förmån ges en mera aktiv finanspolitisk roll som förmedlare till långfristig upplåning. Om en sådan är aktuell, kan nämligen med hänsyn till räntevillkor och placeringsutsikter lämplig tidpunkt avvaktas. Väntetiden begränsas dock av instrumentets kortfristiga karaktär.

På liknande sätt kan skattkammarväxeln utnyttjas för att fånga upp förfallande lån, vilka inte kan återbetalas omedelbart av brist på kontanta medel men efter hand kan inlösas. Även för det fall att konvertering eftersträvas på grund av mera varaktiga betalningssvårigheter, kan den temporärt lösa detta finansieringsproblem. Här antydda användningsmöjligheter har instrumentet således alldeles oberoende av arten av den marknadspolitik centralbanken bedriver, om blott räntesatserna får sättas fritt. Som bärare av den korta statslåneräntan kan den emellertid också vara ett kreditinstrument, mot vilket centralbanken under vissa betingelser har att driva sin räntepolitik precis som mot vilket annat låneinstrument som helst. Sistnämnda fråga behandlas i kapitel 11.

**Marknadsinstrument med rediskonteringsrätt**

Skattkammarväxeln är således med detta betraktelsesätt ett låneinstrument, med vars hjälp statens behov av kortfristig upplåning kan tillgodoses — *i marknaden*. De, som där kan uppträda som långivare, måste kunna förfoga över kapital av större format och är i allmänhet institutionella placerare såsom banker, försäkringsinstitut, "investment trusts", bankirfirmor, företag, kommuner etc.[3]) För dessa är det av vikt att vid behov kunna göra de i skattkammarväxlar placerade medlen snabbt likvida.

Följaktligen är det önskvärt med överlåtelsemöjligheter internt på marknaden, men i sista hand kan centralbanken också anlitas. Dennas beredvillighet att stå till tidigare långivares förfogande innebär då givetvis i förekommande fall överflyttning av den statliga upplåningen från marknaden till centralbanken. Betyder då detta, att principen om skattkammarväxeln som marknadspapper i realiteten inte längre kan upprätthållas?

Under uttrycklig förutsättning att denna, liksom fallet är med den privata växeln, endast blir ett papper med rediskonteringsrätt och be-

[3]) Det kan framhållas, att engelska staten i mitten av 1800-talet utgav "exchequer bills" i så låga valörer som från 100 till 1 000 pund. Palgrave, R. H. I.: *Dictionary of Political Economy*, London 1917, Vol. I, s. 785. Numera är lägsta beloppet 50 000 pund. Se Fousek, a. a., s. 87.

handlas efter liknande regler, synes principen obehindrat kunna hävdas. I varje fall kan det göras med lika stort fog för det ena som för det andra av dessa papper. I sista hand blir det naturligtvis i alla fall centralbankens handlingssätt, bestämt av fasta föreskrifter eller av konventionella regler, som i detta fall liksom i så många andra på det finansiella området slutgiltigt avgör, om skattkammarväxeln blott är en form för à conto upplåning i klumpsummor i centralbanken eller ett instrument för kort medelsanskaffning i marknaden.

Bristen på klara principer i detta hänseende har t. ex. i FRANKRIKE lett till att skattkammarväxlar sedan år 1945 inte utställes på blanketter åt banker och andra finansinstitut etc. De endast införs för dessas räkning på ett särskilt konto i centralbanken, som administrerar "växlarna" åt statskassan och övertar dem, när bankerna etc. så önskar. Fram till mitten av år 1957 var centralbanken t. o. m. lagligen förpliktigad därtill till gällande diskonto, om återstående löptid understeg tre månader.

I STORBRITANNIEN har den åtskillnaden dock gjorts, att skattkammarväxlarna, som utställes i verkliga papper, uppdelas i två typer, s. k. *tender bills* och *tap bills*. De förra är avsedda för marknaden och utbjuds i fixa belopp om f. n. minst 50.000 pund mot anbud. Även BANK OF ENGLAND'S BANKING DEPARTMENT kan bjuda på dessa. De senare är avsedda för statsinstitutioner och BANK OF ENGLAND'S ISSUE DEPARTMENT.[4])

Under alla förhållanden är distinktionen mellan vad instrumentet formellt inrättats som och vad det görs till, inte betydelselös. Det visas bäst av den redan omnämnda förskjutningen i skattkammarväxelns roll i FÖRENTA STATERNA på senaste tid. Där har den i huvudsak förblivit ett marknadsinstrument. Om den också kommer att förbli det, kan endast framtiden utvisa. Men vad som skulle kunna bibehålla det i den angivna positionen är uppenbarligen föreställningar och konventioner, som de facto om ock med skiftande styrka gör sig gällande.

**Konventioner**

Det kan vara av viss hjälp att driva jämförelsen med den privata växeln ännu ett steg och erinra om att det traditionellt ansetts olämp-

[4]) FOUSEK, a. a., ss. 39, 87 och 94.

ligt, att bankerna tar centralbankskrediten i anspråk i större omfattning och för längre tid. För att motverka tendenser i den riktningen anses diskontot böra höjas. Rättigheten att i trängda lägen få falla tillbaka på centralbanken är visserligen oomstridd men är likafullt ett privilegium, som blott temporärt bör utnyttjas.[5]) Denna konvention stödes uppenbarligen av att ett frångående av handlingsregeln antas innebära inte önskvärda störningar eller rubbningar av penningsystemet och dess funktionssätt.

Säljer staten skattkammarväxlar till centralbanken, tar den på samma sätt som bankerna centralbankskrediten i anspråk. Sker det inte temporärt utan för längre tid, är det inte fråga om utjämnande operationer utan i verkligheten om finansiering av *statsutgifter*.

Följderna av centralbankskreditens utnyttjande för utgiftsändamål kan ju inte bli andra vid en diskontering av skattkammarväxlar än vid en rediskontering av privatväxlar. Sanningen därav ändras inte av att specifika motåtgärder kan tillgripas, t. ex. skyldigheter för bankerna att använda de nyinflytande depositionerna för köp från centralbanken av de där ursprungligen placerade skattkammarväxlarna, s. k. likviditetskvoter. Möjligheten av motaktioner är inte bestridd. Den finns i bägge fallen. Det är lämpligheten, som är ifrågasatt, av att även bankerna tas i anspråk för finansiering av statens utgifter. Möjligheten att med lagstiftningens hjälp påtvinga dem skattkammarväxlar har dock inte ansetts och anses inte heller häva konventionen, att centralbankskrediten inte bör utnyttjas för statliga utgiftsändamål. Med hänsyn till inträdande störningar och rubbningar på olika områden av samhällslivet anses det följaktligen olämpligt, att staten i fredstid utnyttjar centralbankskrediten annat än temporärt.

En särskild komplikation är det för denna fråga betydelsefulla förhållandet, att centralbankerna överallt befinner sig endera i statens ägo eller är skyldiga att utöver en bestämd avkastning på insatt privat kapital inleverera sina överskott till statskassan. Räntan får tydligen just på grund av detta förhållande olika effekt för privata växlar och

---

[5]) Jfr. t.ex. Roosa: "The use of the 'discount window' by member banks, is, of course, a privilege that is not to be abused or overused, since no bank should expect to exist on permanently borrowed capital beyond the equity supplied by its own shareholders." a. a. s. 24.

för skattkammarväxlar. I förra fallet är privilegiet att få låna i centralbanken inte villkorslöst. Diskontot förutsätts skola höjas i avskräckande syfte. Avsikten är ju, att rediskonteringen så småningom skall bringas att upphöra. Därför blir det dyrare, t. o. m. kännbart dyrare, för de privata låntagarna men vinst för centralbank och stat. Så går det inte i senare fallet. Höjd ränta blir endast skenbart ökad utgift för statskassan, om skattkammarväxlarna placeras i centralbanken. Vad staten betalar ut för dessa kommer ju tillbaka i form av ökad vinst från centralbanken, och därmed försvinner en eventuellt återhållande effekt av en högre ränta.

Just denna räntans insufficiens gentemot staten som låntagare på grundval av något så ovidkommande som ett institutionellt förhållande av detta slag gör det så mycket angelägnare, att staten inte för andra ändamål än rent temporära utnyttjar det diskonteringsprivilegium för skattkammarväxlar, som behöver finnas bl. a. för marknadens skull. Detta är för statens del en fråga om självdisciplin. Om staten inte känner sig hämmad av en högre ränta, på grund av att den i realiteten inte betalar annat än ett omkostnadsbidrag till centralbanken, utan utnyttjar sitt privilegium ohämmat, påverkar den den marknadsmässiga räntebildningen genom att via de statliga utgifterna tillföra marknaden medel från centralbanken på samma sätt som om marknaden hade skaffat sig medel genom utökad rediskontering av privatväxlar. Inget annat omdöme behöver fällas härom än att denna nedsatta verkan av en ev. diskontohöjning får förmodas vara oavsedd. Den penningpolitiska effekten av räntehöjningen uteblir för statens del.

### Sekundär reserv

Det kan således sägas, att skattkammarväxeln traditionellt haft och alltjämt har vissa betydelsefulla egenskaper och uppgifter som bärare av statlig upplåning. Instrumentets viktigaste egenskap för innehavaren är naturligtvis privilegiet att få rediskontera det i centralbanken, dock med den begränsning, som följer av mer eller mindre starkt gällande konventioner. Under 1930-talet med dess konjunkturpolitiskt motiverade statliga expansion skulle skattkammarväxeln emellertid

utöver de statliga uppgifterna komma att tilläggas en ny uppgift i marknadens tjänst.

Det blev nämligen då ett intresse hos statsmakten att få skattkammarväxeln erkänd som lämpligt placeringsobjekt för kortfristiga medel. Marknadens investerare, banker o. dyl. skulle förmås att betrakta den som en s. k. *sekundär reserv* eller *sekundär likviditet*.[6]) Underförstått var naturligtvis vid den tiden, att rediskonteringsprivilegiet inte annat än undantagsvis skulle komma att utnyttjas, och att efter hand en allt större marknad skulle uppstå för dessa papper, så att lediga kortfristiga medel kunde kanaliseras till konjunkturpolitiskt eftersträvade ändamål. Under sådana förhållanden kunde tvekan inte få hysas av marknadens investerare om att centralbanken alltid skulle tillåta rediskontering. Tvekan kunde för det dåvarande heller inte råda om centralbankens beredvillighet och faktiska beslutsamhet att upprätthålla skattkammarväxelns likviditet genom obegränsad rediskontering.

Krigs- och den första efterkrigstidens stora finansieringsbehov flödade emellertid marknaden med skattkammarväxlar, och rediskonteringsprivilegiet, som tidigare varit en blott potentiell rätt för innehavarna, blev en påtaglig realitet för dessa och — från motsatt synpunkt — för centralbanken. En marknadspolitik, som i ett tidigare skede inneburit köp och försäljningar av skattkammarväxlar, främst av hänsyn till finanspolitiska önskemål att stödja konjunkturen respektive skaffa statskassan medel till krigföringen, kunde inte gärna i ett förändrat läge utan vidare se som sin uppgift att förvandla marknadens skattkammarväxlar till likvida kassamedel för utökad penningförsörjning, trots att detta just var innebörden av sekundär likviditet. Frågan om inskränkning i denna fick därför aktualitet. En omläggning av politiken skulle emellertid kunna leda till att skattkammarväxeln rentav kunde komma att förlora sin karaktär av sekundär likviditet för marknadens investerare, d.v.s. den nya uppgift, som den erhållit under 1930-talet. Om detta skulle kunna undvikas och samtidigt rediskontering i centralbanken undgås, skulle marknadsoperationerna behöva inriktas på att främja likviditeten *internt* på marknaden. Ytterligare ett tungt vägande skäl för att upprätta och utveckla motståndskraftiga penningmarknader hade därmed tillkommit.

---

[6]) De Kock, a. a., ss. 213 och 218.

**Centralbankens skattkammarväxelinnehav**

Om centralbanken avstår från marknadsoperationer i långfristiga papper, bortfaller behovet av en portfölj av sådana. Centralbankskrediten kan då heller inte tagas i anspråk för statliga utgiftsändamål med dessas hjälp. Om centralbanken däremot går in för operationer i kortfristiga papper, varvid främst ifrågakommer skattkammarväxlar, kan den inte undgå ett innehav av dylika. Den måste därmed lämna statskassan viss kredit och skapa kreditgrundande kassamedel. Vid operationerna kommer därtill storleken av innehavet att på kort sikt variera, även om den inte på längre sikt skulle förändra sig. Det behövs därför en klar uppfattning om hur portföljen får utveckla sig, för att centralbankskrediten inte skall komma att anlitas för statskassans utgifter i växande omfattning. Marknadspolitiken i korta papper riskerar eljest i realiteten att bliva en täckmantel för statskassans utgiftsfinansiering. En sammanblandning av penningpolitiska och fiskala syften i operationerna är emellertid olämplig från många synpunkter och skulle, såsom redan framhållits, försvåra uppnående av motståndskraft hos penningmarknaden.

Eftersom det är fullt tillräckligt för att bedriva marknadspolitik, att centralbanken har en värdepappersportfölj av rimlig storleksordning i förhållande till omsättningen på penningmarknaden, skulle det underlätta strävandena att nå djup, bredd och motståndskraft hos densamma, om principerna för den statliga upplåningen mot skattkammarväxlar i centralbanken klarlades. Tyvärr är ganska litet känt och klart redovisat om dessa, och diskussionen därom är knapphändig.

Däremot kan den politik, som i ett par fall förts i detta avseende, ge belysning åt frågan. Förutom dessa fall får erinras om vad som framhållits i föregående kapitel, att t. ex. Belgien har begränsat den totala statsupplåningen i centralbanken till ett visst belopp, oberoende av statspapperets typ. För Schweiz med dess ganska speciella förhållanden hänvisas likaså till föregående kapitel. I Storbritannien är det gammal tradition, att Bank of England iakttar tystlåtenhet om sin politik. Dess guvernör har dock beklagat ökningen av den kortfristiga statsskulden överlag på senare tid.[7]) I Västtyskland har centralbanken

[7]) Fousek, a. a., s. 35.

omvandlat en tidigare vid valutareformen 1948 tillkommen skuld till kortfristiga marknadspapper med löptid upp till två år. Detta skedde med 2 miljarder DM år 1955, vilket belopp fem år senare höjdes till 7 miljarder DM.[8])

Det ena av de åberopade fallen är FÖRENTA STATERNA, där FEDERAL RESERVE SYSTEM gått in för att inte bjuda på nya skattkammarväxelemissioner annat än för utbyte av redan innehavda poster.[9]) Härigenom har ökning av portföljen för att tillgodose statskassans utgiftsbehov kunnat undvikas. Marknadsoperationerna har följaktligen inte behövt störas av nya statliga skattkammarväxelplaceringar i FEDERAL RESERVE bankerna. Helt naturligt skulle detta blivit fallet, om staten tillfört marknaden nya kassamedel genom diskontering av skattkammarväxlar, samtidigt som sådana försålts i operativt syfte att draga in kassamedel. I realiteten har FEDERAL RESERVE's politik skapat klarhet om att rent penningpolitiska syften ligger bakom dess operationer, vilket varit till gagn för arbetet på penningmarknadens utveckling och för dennas fostran till motståndskraft. Resultatet har också blivit, att FEDERAL RESERVE bankerna år 1956 endast innehade knappa 5 procent och affärsbankerna ungefär 10 procent av skattkammarväxlarna, medan de tillsammans under åren 1946—1950 hade haft 80 procent.[10]) Ungefär två tredjedelar av hela denna kortfristiga statsskuld har alltså på några få år kunnat överflyttas till den "breda" marknaden.[11]) För att för framtiden bibehålla och främja dennas motståndskraft har en marknadsmässig räntebildning för skattkammarväxlar fått utbildas, vilken tillika kommit att få tjäna som riktrote för den officiella diskontopolitiken.

Uppläggningen av marknadspolitiken — med klara principer för FEDERAL RESERVE's innehav av skattkammarväxlar och med strävan att utveckla penningmarknaden — har genom den senares förmåga att

---

[8]) FOUSEK, a. a., s. 38.

[9]) ROOSA, a. a., s. 62. ROOSA upplyser också om att 13 tre-månaders skattkammarväxelemissioner utestår reguljärt. En emission utmognar därför varje vecka, på torsdag, och en ny tillkommer varje måndag, s. 37.

[10]) ROOSA, a. a., s. 21.

[11]) Den i form av marknadsmässiga papper bestående statsskulden brukar efter sin löptid utgöras av *bills* med löptid av 13 eller 26 veckor, 1-åriga *certificates, notes* med löptid upp till 5 år och längre löpande *bonds*.

absorbera skattkammarväxlar medgivit, att stöd även kunnat lämnas statsskuldförvaltningen medelst temporära operationer vid sidan av övriga centralbankstekniskt motiverade köp och försäljningar av värdepapper.[12]) Ur statskassans synpunkt har därmed också vunnits, att det är densamma obetaget att öka skattkammarväxelskulden på marknaden, om denna är i stånd att absorbera ytterligare belopp.

Det andra fall, där centralbankens politik beträffande den kortfristiga statspappersportföljen kommit till offentlig kännedom, hänför sig till NEDERLÄNDERNA.[13])

Politiken ifråga är resultat av en överenskommelse mellan centralbanken och statskassan om riktlinjerna för behandling av den kortfristiga skulden, d. v. s. främst skattkammarväxlarna.[14]) Staten har för sin del förbundit sig att inte finansiera några utgifter genom ökning av den kortfristiga skulden vare sig i bankernas eller i allmänhetens händer. Härigenom har en spärr satts för tillkomsten av nya skattkammarväxlar. Om den privata sektorn emellertid skulle vilja omvandla sina sekundära likviditeter i kassamedel, är centralbanken beredd att tillskjuta statskassan medel genom direkta köp av skattkammarväxlar för att möjliggöra återbetalning av den kortfristiga skulden. Centralbanken skulle alltså på detta sätt träda i marknadens ställe som finansiär av statskassan. Härigenom vidmakthålles uppenbarligen de befintliga skattkammarväxlarna vid sin egenskap som sekundära reserver. Reglerna är således liberalare än i FÖRENTA STATERNA, där centralbanken stöder statskassan endast med den kvantitet skattkammarväxlar, som den själv redan innehar, men inte träder i privatbankers och allmänhets ställe.

För utvecklingen av penningmarknaden och för dennas motståndskraft förefaller den nederländska politiken inte lika väl lämpad som den amerikanska. Det är emellertid en klar fördel, att marknaden vet, efter vilka principer centralbanken går, när den upptager skattkammarväxlar i sin portfölj. För statskassan är det å andra sidan en nack-

---

[12]) Se t.ex. *Federal Reserve Bulletin*, November 1958, s. 1261.

[13]) Se HOLTROP, M. W.: *"Method of Monetary Analysis Used by De Nederlandsche Bank", IMF Staff Papers*, Vol. V, No. 3, Febr. 1957, ss. 303—316.

[14]) "These arrangements are partly of a formal character and partly no more than a general understanding about some basic rules which the parties have accepted as a guidance for their policies." a. a., s. 315.

del att ha avstängts från kortfristig nyupplåning i marknaden, även om denna skulle äga förmåga att absorbera en dylik. Det är svårt att säga, om räntepolitiska motiv att vilja styra räntorna för kortfristiga papper kan ligga bakom denna politik.

En metod att komma ifrån problemet med kreditgivningen till statskassan och därav föranledda risker för oavsedd, alltför riklig penningförsörjning vore, om operationer kunde företagas i utländska, internationellt gångbara värdepapper. De skulle i ett dylikt fall nämligen kunna jämställas med de köp och försäljningar av guld, som företogs i Schweiz åren 1942—1947.[15]) Huruvida utvecklingen kan komma att öppna möjligheter i den riktningen i en framtid, saknas anledning att ingå på i detta sammanhang. Den omnämnes här endast för fullständighetens skull.

**Sammanfattning och slutsatser**

Den omläggning av marknadspolitiken, som inleddes i Förenta staterna i slutet av 1940-talet, och som efterhand fått efterföljare i andra länder, har betecknats som erforderlig för guldparistandardens funktion. Den har inneburit eliminering av statsskuldens dominerande inflytande på centralbankens operationer, vilka i stället reserverats för rent penningpolitiska syften, d. v. s. temporär, kvantitativ påverkan på penningförsörjningen. I första hand har uppgiften bestått i att frikoppla inflytandet från den *lång*fristiga statsskulden genom att i princip helt utesluta operationer i långfristiga obligationer. Därmed har centralbanken dessutom avsiktligt avstått från att påverka tillgången och efterfrågan på långfristigt kapital. I andra hand har det gällt att eliminera inflytandet från de *kort*fristiga statspapperen, i den mån detta skulle innebära, att centralbankskrediten toges i anspråk för statliga utgiftsändamål.

På grund av skattkammarväxelskuldens ökning sedan 1930-talet och skattkammarväxlarnas nya funktion som sekundär reserv för marknadsinstitutioner och andra penningplacerare har operationerna nästan helt och hållet kommit till utförande i denna typ av papper. Samtidigt med att kravet på rent penningpolitiska motiv för operationerna upp-

[15]) Se ovan s. 146.

rätthållits, har därvid stöd kunnat lämnas statskassan vid förvaltningen av den kortfristiga statsskulden. Strävan har varit att ge detta stöd temporär karaktär. I FÖRENTA STATERNA kan denna strävan sägas ha varit framgångsrik.

Vad som väsentligt underlättat en marknadspolitik med dessa syften har varit tillkomsten av penningmarknader. Dessa har i själva verket varit en nödvändig förutsättning för att dels kunna bedriva rent penningpolitiska operationer dels ge statskassan förbättrad möjlighet till förvaltning av den kortfristiga statsskulden. Även om oklarhet alltjämt synes råda på många håll om det från guldparistandardens synpunkt ändamålsenliga förhållandet mellan statsskuldförvaltning och penningmarknad, är behovet av absorptionsdugliga och motståndskraftiga marknader dock ostridigt. Inte minst är detta ett intresse för statsskuldförvaltningen.

Men framför allt fordrar penningpolitikens bedrivande penningmarknader. Och penningpolitikens ökade betydelse under efterkrigstiden hänger intimt samman med valutapolitiken och det internationella parivärdesystemet. Insikten härom var det ju också, som utlöste omläggningen av marknadspolitiken. Det, som i praktiken varit det svåra problemet, har varit att isolera de stora och ofta kortfristiga statsskulderna från att störa centralbankernas skötsel av penningförsörjningen i enlighet med guldparistandardens krav. Skattkammarväxelns nya och i dagens läge ofrånkomliga uppgifter som bärare av kortfristig statsskuld och sekundär likviditet är därvidlag en särskild komplikation.

Emellertid finns det alltid på marknaden stora belopp av korta pengar för utlåning. Traditionellt ombesörjes denna av banker m. fl. Ett principiellt hinder för staten att rikta sin efterfrågan mot dessa pengar med hjälp av skattkammarväxlar kan näppeligen resas ur penningpolitiska synpunkter. Förutsättning härför är dock, att en klar gränsdragning görs mellan marknad och centralbank. Skulle det visa sig, att anspråk reses på centralbankskrediten med anlitande av skattkammarväxlar, på vilka vägar detta än kan tänkas ske, bör centralbanken reagera på samma sätt, som om det vore fråga om rediskontering av privata växlar. Skattkammarväxeln bör liksom de senare kunna rediskonteras, men endast mot ett varierande avdrag.

Frågan är blott, hur mycket skattkammarväxlar centralbanken rim-

ligen kan lägga sig till med. En gräns härför borde kunna anges. Bestrides centralbanken rätt att över huvud taget bispringa statskassan, behövs det naturligtvis inte. Men har utvecklingen en gång gått därhän, att skattkammarväxlar ingår i stor skala i det finansiella systemet som sekundära reserver, och centralbank och statsskuldförvaltning likaväl som bankväsendet i övrigt finner det naturligt och riktigt, att penningpolitik skall kunna bedrivas med och mot denna typ av räntebärande papper, är det något av ett fattigdomsbevis att inte kunna ange, i vilken utsträckning centralbanken får lägga sig till med sådana, eller efter vilka på förhand kända regler eller principer det får ske.

Lika viktigt är emellertid, att frågan om gräns för innehav av skattkammarväxlar tillika är en fråga om den andel av centralbankens tillgångar dessa får utgöra. Eftersom en centralbanks och i förekommande fall med denna samverkande valutastabiliseringsfonds tillgångar först och främst bör vara guld och valutor, innebär ökning av skattkammarväxlars och andra inhemska värdepappers andel av tillgångarna intrång på de utländska värdenas andel, vilket kan ha menliga följder för centralbankens valutavårdande verksamhet. Ytterligare ett skäl för begränsning är det ovan återgivna förhållandet, att skattkammarväxeldiskontot på det hela taget är verkningslöst gentemot staten-låntagaren. Hur gränsdragningen skall ske är emellertid inte enbart en formell fråga, såsom att fastställa ett visst högsta belopp eller en kvot. Det är först och främst en fråga om riktlinjerna för centralbankens penningpolitik under en modern guldparistandard.

# *Centralbankspolitik under guldparistandard*

**Centralbankens tillgångar**

I likhet med guldmyntfoten är guldparistandarden ett internationellt penningsystem. Gemensamt för bägge är skyldigheten att upprätthålla ett oförändrat guldpris. Den förra fordrade tillika fasta växelkurser inom de s.k. guldpunkternas ram samt fria guldrörelser över gränserna. Den senare kräver blott i princip oförändrade växelkurser samt medger guldrörelser under övervakning. Den förra var ett stramt system med blott en målsättning, nämligen upprätthållande av valutans yttre värde, dess guldvärde. Den senare vill på en gång vidmakthålla valutapariteten och garantera hög sysselsättning. För centralbanken, som har att som en av sina viktigaste uppgifter förvalta guldet och valutorna, är valet av standard och målsättning av betydelse för de tillgångar den kan lägga sig till med. Är den såsom under guldmyntfot hårt bunden vid sina förpliktelser att betala ut guld, måste den tillse, att dess tillgångar också i hög grad består av guld. Är den mindre hårt bunden, vilket är fallet under guldparistandard, har den också större frihet vid valet av tillgångar. Art, mängd och fördelning sinsemellan samt villkor, som kan vara förknippade med förvärv av dessa, är allt sådant som centralbanken har att taga ställning till. Frågan är blott, hur tillgångarna bör se ut för att passa guldparistandardens dubbla målsättning.

I korthet må erinras om att centralbankens tillgångar under *guldmyntfot* i huvudsak skulle utgöras av guld, men att vissa undantag härifrån medgavs för begränsade mängder statspapper, som av någon anledning sedan gammalt funnits i dess ägo, eller av diskonterade växlar, som tillfälligt sökt sig dit, men som snarast borde avlyftas. Med olika i lag föreskrivna kvot- eller kontingentbestämmelser angavs guldkassans ordinära minimistorlek. Därutöver förutsattes återstoden av tillgångarna på det hela taget utgöra i guld inlösbara valutor. Eftersom köp av statspapper inte ifrågakom, var privata växlar den enda post, vilken

kunde förskjuta fördelningen av tillgångarna till guldets och valutornas nackdel. Diskontot var det medel, som både kunde och skulle reglera innehavet av privata växlar, och det var endast på dessa det kunde tillämpas.

Allt detta är nu ändrat. *Guldparistandarden* har att räkna med inte mindre än tre olika och på sätt och vis jämbördiga typer av tillgångsposter. På grund av redan bestående praxis och i det föregående anförda skäl är dessa:

1) Guld och valutor enligt det internationella parivärdesystemet, så som det kommer till uttryck i INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS stadga.

2) Inhemska privata växlar och därmed jämförliga papper med kort löptid.

3) Skattkammarväxlar med kort löptid.

Därutöver kan tillgångar skapas genom att lån i mindre omfattning utlämnas mot säkerhet av bl.a. obligationer. Men köp av sådana synes inte annat än undantagsvis behöva ingå i centralbankens uppgifter. Se nedan s. 177.

Trots förändringen i antalet tillgångsposter har emellertid diskontot på många håll förutsatts verka endast mot en av dem. I ett fall, för vilket redogjorts ovan s. 144, har användningen av diskontot följt mönstret från guldmyntfotens tid, när dess rörelser tämligen automatiskt följde växeldiskonteringens förändringar. Det kan emellertid lätt konstateras, att diskontot höjts och sänkts i många fall under 1950-talet, utan att ett direkt samband kan påvisas med ökad eller minskad växeldiskontering. I dylika fall synes t.ex. en höjnings omedelbara effekt närmast ha varit att undanröja ett hinder för lyftning av bankernas depositionsräntor, när utlåningsräntorna ansetts böra höjas, liksom en sänkning varit ägnad att pressa ned samma inlåningsräntor.[1]) Diskontot har således på många håll förutom av nyssnämnda skäl använts mera av trohet mot en gammal tradition än av hänsyn till centralbankens stigande växelinnehav.

[1]) Jfr. *The Economist*, March 15, 1952, s. 668. "The key adjustment in the rate structure in response to the Bank rate change was an increase in the allowance on deposit accounts (the notice period of which is now lengthened from 14 to 21 days) from 3/4 per cent to 2 per cent, a movement accompanied by a precisely similar change in the minimum rate charged by the clearing banks for call loans to the discount market against Treasury bills."

Diskontots verkan har givetvis inte heller kunnat bli densamma som under tidigare mera automatiska system. Användningen av detsamma har följt diskretionära snarare än automatiska linjer. I och för sig behöver detta inte nödvändigtvis beklagas. Det är förmodligen tvärtom så, att med guldparistandardens dubbla målsättning och centralbankens tre tillgångstyper man även för framtiden kan få räkna med en mera diskretionär användning av diskontot. Men skall det vara rimligt och ändamålsenligt med en dylik icke helautomatisk politik, fordras i stället effektivitet och konsekvens i dess tillämpning. Det får inte lämnas luckor i politiken, som får till följd, att avsedda resultat, som uppnås på ett område, omintetgörs av underlåtenhet, oförmåga eller förbud att ingripa på andra. Diskretion i användningen av diskontot kan aldrig befria från skyldigheten att se till dennas helhetsresultat. För en centralbank, vars främsta penningpolitiska instrument är diskontot, är det dessutom någonting motsägelsefullt att i ett nytt institutionellt läge tvingas följa handlingsmönster från ett numera övergivet system, där diskontot kunde verka endast mot en enda tillgångspost. Det kan således finnas anledning att överväga, huruvida diskontot kan och bör utbyggas till ett verkningsfullare vapen — det varmed alla tre tillgångsposterna kan regleras eller i varje fall med kraft influeras.

Ett samhälle, som tagit till uppgift att hålla produktivkrafterna fullt sysselsatta, tenderar, såsom beskrivits i kapitel 2, lätt åt en inkomstutveckling i ständigt stigande riktning. Takten i denna kan emellertid inte alltför starkt avvika från den, som äger rum i andra länder, med vilka ekonomiska förbindelser upprätthålles, utan att äventyra betalningsbalansen. För centralbanken, på vilken ansvaret i första hand vilar att följa och övervaka in- och utbetalningarna av guld och valutor, är det helt enkelt ogörligt att säkra pariteten utan kontrollmöjligheter över penningförsörjningen och via denna över inkomstutvecklingen.

Även om en av tre källor till denna försörjning, t.ex. diskonteringen av privata växlar, kan influeras, är detta otillräckligt. Om därför inte kontrollmöjligheterna fullständigas, kan svårigheten att förena hög sysselsättning (och maximal inkomstsumma) med oförändrad paritet befaras bli centralbanken övermäktig. Inte desto mindre är inflytandet på såväl guld- och valutaposten som skattkammarväxlarna på olika sätt kringskuret. Genom att marknadspolitiken under trycket av den stora

offentliga skuldsättningen, och tvånget att utöva en verklig förvaltning av statsskulden, måst omläggas i kontraktiv riktning men därvid stött på svårigheten att konsolidera statslånen, har detta medel förlorat en stor del av sin tidigare användbarhet som penningpolitiskt instrument. I stället har centralbanken kommit i försvarsposition mot s.k. omvända marknadsoperationer och många gånger i en svår mellanställning i förhållande till staten och dess utgiftspolitik. Andra instrument än diskontot står den därför knappast till buds. Men som redan framhållits hämmas diskontots användning av eftersläpande konventioner. Schematiskt framträder den förändrade situationen kanske tydligast av nedanstående förenklade tablåer, utvisande en centralbanks tillgångar och skulder under guldmyntfot och under guldparistandard.

Centralbank under *guldmyntfot*

| *Tillgångar* | *Skulder* |
|---|---|
| Guld + valutor | Kassamedel |
| Privata växlar (diskontot) | = sedlar + giro |

Med diskontot kan således skuldposten i viss mån styras. Därutöver är denna helt beroende av posten guld och valutor, som inte kan direkt påverkas av diskontot. Indirekt kan dock guldet etc. influeras genom diskontot i den mån, som t.ex. en höjning därav leder till ett betalningsöverskott. Minskning av kassamedelstillgången kan nämligen utöva ett visst tvång till anskaffning av guld och valutor. För enkelhetens skull bortses här från den inverkan, som diskontot kan ha direkt på guld- och valutaposten som stimulans till spekulativa kapitalöverflyttningar av s.k. hot money.

Centralbank under *guldparistandard*

| *Tillgångar* | *Skulder* |
|---|---|
| Guld + valutor | Kassamedel |
| Privata växlar (diskontot) | = sedlar + giro |
| Skattkammarväxlar | |

En användning av diskontot, som påverkar storleken av posten privata växlar, behöver i detta fall inte ha någon som helst inverkan på skuldposten, eftersom skattkammarväxlarna kan förändras i motsatt

riktning. Det indirekta sambandet med guldet och valutorna är därmed brutet.

För att täppa till den förefintliga luckan ligger det närmast till hands att utsträcka användningen av diskontot till skattkammarväxlarna, men därvid uppkommer den redan skildrade komplikationen, att den verkliga kostnaden för staten-låntagaren inte sammanfaller med ett dylikt diskontos höjd. Med tanke på den roll skattkammarväxlarna spelar som marknadsinstrument för statens kortfristiga upplåning och med tanke på den sannolika följden av underlåtenhet att använda diskontot i deras fall, är det ofrånkomligt med en konsekvent behandling av detta instrument på sådant sätt, att direktbelåning därav i centralbanken inte förekommer, utan att de tvenne växeltyperna endast rediskonteras med ett enhetligt tillämpat diskonto. Alternativet skulle knappast kunna bli annat än en både stel och kraftig kvantitativ begränsning av tillgångsposten ifråga, om pariteten skall kunna säkras.

Här kommer vidare att diskuteras, huruvida skäl finns att införa ett tidigare ej använt penningpolitiskt medel, ett gulddisagio. Se nedan s. 189. När denna fråga beröres, är det inte för att hävda en bestämd mening. Emellertid kan det finnas anledning att redovisa vissa synpunkter, som motiverar ett övervägande. Särskilt bör den förändringen i förhållande till guldmyntfoten beaktas, att guldparistandarden inte endast är ett internationellt penningsystem utan genom kravet på hög sysselsättning också ett internationellt ekonomiskt program. Detta fordrar för att kunna förverkligas såväl ett visst mått av solidaritet och samverkan mellan nationerna som också, t.ex. att sådana störningar undvikes, som sammanhänger med uppkommande ojämn fördelning av guld- och valutareserverna.

**Enhetligt diskonto**

När diskontot således här förordas som ett slags centralbankens universalmedel, är det inför konstaterandet av en historisk utveckling, som knappast lämnat annat alternativ övrigt. Vad står det egentligen för andra medel till buds, när operationerna i öppna marknaden fått en annan karaktär? Det är vidare knappast konsekvent att ge det en sådan användning, som var rimlig under ett annat system, men helt eller delvis utesluta det från tillämpning på en tillgångspost, som i ett nyinträtt läge

betyder kvantitativt oändligt mycket mer. Även om en mera diskretionär användning än under guldmyntfotens system numera faller sig naturlig, kan en diskriminatorisk tillämpning svårligen vara vare sig lämplig eller ändamålsenlig. Om vidare kontroll av penningförsörjningen i återhållande syfte önskas utan kvantitetsreglerande ingrepp, kan en generell styrning åstadkommas lämpligast med hjälp av ett konsekvent — men icke ett diskriminatoriskt — tillämpat diskonto. Kvantitativ kontroll av penningförsörjningen kan i frånvaro av generellt giltig politik knappast innebära annat än en mer eller mindre i detalj gående reglering från centralbankens sida av bankinsättningarnas storlek, skattkammarväxelskulden, obligationsstocken, samt övervakning successivt utsträckt till tillskapandet av i vanliga fall allt mindre likvida typer av värdeinstrument. Att banken därvid skulle dragas bort från sina traditionellt centralbankspolitiska uppgifter för att påtaga sig andra, som den är mindre skickad att utöva, samt övertaga ansvar, som den antagligen helst skulle vilja slippa, är ofrånkomligt. Ändå är det ofta en fördel vid val av hjälpmedel att kunna begränsa sig till små men effektiva sådana för att nå det väsentliga men kunna överlåta andra uppgifter på andra organ.

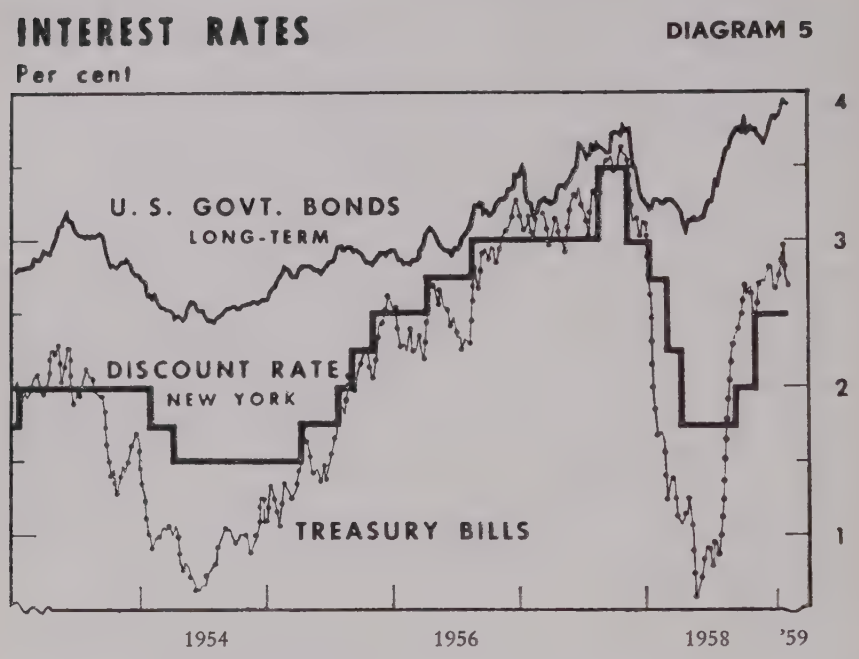
Att tillämpa ett enhetligt diskonto för privata växlar och skattkammarväxlar är i själva verket detsamma som en utsträckt användning av ett generellt verkande medel. Det innebär också, att en prioritering, som inte är befogad ur kreditvärdighetssynpunkt, till förmån för en viss lånetyp, försvinner. Det är inte brukligt att skilja på diskontot för två likvärdiga privata växlar, något som om det gjordes med rätta skulle betecknas som diskriminatoriskt. Varför det då skall betraktas som på något sätt självklart med olika behandling av privata växlar och av skattkammarväxlar är alltigenom svårförståeligt.[2]) Starka skäl talar tvärtom för att låta diskontot för såväl det ena som det andra slaget växlar följas åt eller helt enkelt bli identiskt. Statsskuldförvaltningen är den enda, som eventuellt skulle kunna förlora härpå, men den äger givetvis under alla förhållanden full frihet att bjuda ut sina papper var den vill till den ränta, vartill dessa kan finna placering, även när det

[2]) Se t.ex. *The Economist*, August 29, 1953, s. 587, där det framhålles, att på 1930-talet och många år därefter en skillnad av 1/32 % ansågs vara rimlig, och det fanns tillfällen, när privata växlar med två namn värderades högre än skattkammarväxlar med deras enda namn.

blir billigare än i centralbanken. Under en sådan ordning kan denna åter — helt obunden av alla hänsyn till skuldförvaltningen — rediskontera skattkammarväxlar till allmänt gällande diskonto. Själv bör den i princip dock inte köpa skattkammarväxlar direkt från statsskuldförvaltningen. Marknaden har även i det fall, att den inte kan uppta alla de skattkammarväxlar, som utbjudes till försäljning, en viktig uppgift, nämligen att ange storleken av tillgängliga medel, som till äventyrs kan framkomma vid måttliga ränteförändringar. Detta gäller även i det fall att en viss rediskontering av för mycket utsläppta skattkammarväxlar sedermera skulle komma till stånd. Vid direkt hänvändelse till centralbanken, som blott skapar nya pengar, förryckes däremot marknadsbilden och får ett annat utseende än den eljest skulle få. Spekulanternas förväntningar blir genomgående annorlunda. För centralbanken är denna förvanskning en nackdel. Den kan nämligen inte med samma säkerhet bedöma en marknadssituation utan dess egna bidrag, när den själv genom direkt aktion deltagit i dennas tillskapande. Skall den kunna driva en politik med generell syftning gällande all ekonomisk verksamhet, måste den stå obunden.

Det har sitt intresse att se, hur frågan om ett enhetligt centralbanksdiskonto eller dess motsvarighet i praktiken handlagts på olika håll. Diskontot för privata växlar har ju, som redan skildrats, åter upphöjts till det penningpolitiskt betydelsefulla medlet i FÖRENTA STATERNA. Skattkammarväxeln har i huvudsak blivit ett låneinstrument i marknaden. Tidigare under 1940-talet förekommande preferensräntor vid belåning eller köp av skattkammarväxlar i FEDERAL RESERVE bankerna är avskaffade. De satser, vartill dessa statspapper kan finna avsättning på marknaden, följer tämligen nära det officiella diskontot, när efterfrågan råder på centralbankskredit, men kan givetvis falla under detta, när penningtillgången är riklig. I den mån FEDERAL RESERVE bankerna hittills köpt skattkammarväxlar (TREASURY bills) sedan omläggningen av räntepolitiken 1951—53, kan det sägas, att diskontot i praktiken tillämpats enhetligt. Se diagram 5.

I KANADA är det inte diskontot för privatväxlar, som spelar den stora rollen för centralbankskrediten, utan där har skattkammarväxeln erhållit en så framskjuten position, att motsvarigheten till det, som på andra håll betecknas som det officiella diskontot, är den tillkännagivna minimiränta, till vilken centralbanken lånar ut kortfristigt till banker och pen-




Källa: *Federal Reserve Bulletin*, Febr. 1952, s. 109.

ningmarknadsinstitutioner mot säkerhet av skattkammarväxlar och korta statsobligationer (två år). Denna ränta är *the Bank rate* i KANADA för att använda det berömda uttrycket för det brittiska diskontot. Den bestämmes numera inte diskretionärt av centralbanken utan följer sedan den 1 november 1956 med ett tillägg av en kvarts procent anbudsräntan vid försäljning av skattkammarväxlar i marknaden. Den fastlåsta marginalen tillåter således *Bank rate* att i nära anslutning följa sistnämnda ränta i såväl stigande som sjunkande riktning. Denna metod, som, enligt vad som framhölls vid dess införande, när som helst kan frångås, om skattkammarväxelräntan skulle anses inte längre ge en rättvisande bild av marknadssituationen, får betecknas som en nyhet i centralbankspraxis. För att förstå denna torde böra framhållas, att skattkammarväxlar ges ut som likvid för inflytande guld och valutor, och dels säljes i marknaden, dels till centralbanken. Penningförsörjningen på markna-

den influeras således avgörande av valutainflödet, medan rediskontering av privata växlar i nämnvärd omfattning inte förekommer.[3])

När Storbritannien i november 1951 övergick från den spikade lågräntan till en rörlig räntepolitik, upphörde Bank of England att, såsom dessförinnan varit fallet, genom sin agent "the special buyer" köpa alla av marknaden utbjudna skattkammarväxlar mot en halv procents diskonto. Härigenom försvann marknadens möjlighet att erhålla kassamedel obegränsat. I stället kunde i fortsättningen nya likvida medel anskaffas — ifall "the special buyer" inte ingrep — endast genom belåning på sju dagar i Bank of England av godkända — eligible — privata växlar och obligationer till det då för första gången sedan 1930-talet höjda officiella "diskontot", *the Bank rate*, eller genom lån mot säkerhet av skattkammarväxlar till en förmånsränta, som med en halv procent understeg *Bank rate*. Marknadens räntesatser för den senare typen av papper kunde därefter obehindrat röra sig upp emot sistnämnda belåningsränta, som vid tillfället blev två procent. Den fasta marginal av en halv procent, varmed dessa papper preferensbehandlades, kvarstod till september 1953, då *Bank rate* blev enhetlig och samtidigt åter ett diskonto i egentlig mening.[4]) Sedan dess har räntan för skattkammarväxlar bestämts genom sedvanligt anbudsförfarande på marknaden. Dess utveckling har följt diskontots med en efter hand minskad marginal till detta.

Av här anförda exempel framgår, att införande av ett enhetligt diskonto ansetts ingå som led i omläggningen från tidigare räntepolitik till den mera rörliga politik, som började tillämpas från år 1951. Även om centralbanker alltjämt på sina håll skulle använda ett differentierat diskonto med preferensbehandling av skattkammarväxeln, har tydligen önskemålet om enhetlighet flerstädes beaktats.[5]) På den öppna marknaden, där kreditvärdighets- och liknande synpunkter ävensom marginalfrågor — men inte penningpolitiska hänsyn — spelar roll för räntestrukturen, är tendensen till enhetlighet i allmänhet stark, även i händelse av skiftande konjunkturlägen. Däremot har följsamheten mellan mark-

[3]) Fousek, a. a., s. 36.

[4]) Se *The Economist*, Nov. 10, 1951, s. 1124 och Sept. 19, 1953, ss. 801 och 818.

[5]) *The Economist*, Febr. 8, 1958, s. 509, lämnar i en sammanställning uppgifter om ränteläget i en rad länder under år 1957, varur nedanstående uppgifter om diskonto och skattkammarväxelränta återges med tillägg för Sverige. (Se nästa sida.)

nadens räntesatser och centralbankens diskonto varierat i viss utsträckning, även om marginalen dem emellan tenderat att krympa. Det officiella diskontot är ju endast en maximiränta, som inte behöver överskridas men mycket väl kan underskridas. Endast i KANADA har följsamhetsfrågan fått en schematisk lösning genom att *Bank rate* bundits vid marknadsräntan för skattkammarväxlar med en kvarts procents tillägg. En fördel därmed har angivits vara, att vid fallande räntesatser även det officiella diskontot dras ned, utan att det väcker alltför stor uppmärksamhet. Vidare skulle centralbanken slippa att ge uttryck åt en uppfattning, att den skulle önska billiga pengar, eller att det allmänna ekonomiska läget försämrats.[6]) Det är för tidigt att uttala något omdöme, om metoden är den lämpligaste för att ordna följsamheten, men så mycket torde vara ostridigt, att en betydande grad av följsamhet traditionellt ansetts ingå i diskontopolitiken.

**Diskontot och de långfristiga obligationsräntorna**

Om diskontot ges en enhetlig behandling och marknadsoperationerna dessutom inriktas på skattkammarväxlar, blir det penningpolitiska instrumentet utan tvivel effektivt, när det gäller att påverka såväl räntesatserna för, som tillgången och efterfrågan på, kortfristiga medel. Eftersom det av hänsyn till riskerna för statsskuldens monetisering ansetts nödvändigt att upphöra med operationer i långfristiga obligationer, kan det naturligtvis tänkas, att penningpolitiken härigenom i stället

Skattkammarväxelräntan för åtminstone STORBRITANNIEN, FÖRENTA STATERNA och KANADA torde avse effektiv marknadsränta.

| | 1. jan. 1957 | | 1. juli 1957 | | 1. jan. 1958 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | (1) | (2) | (1) | (2) | (1) | (2) |
| Sverige | 4 | 2,5 | 4 | 2,5 | 5 | 3,5 |
| Storbritannien | 5,5 | 4,86 | 5 | 3,85 | 7 | 6,13 |
| Förenta staterna | 3 | 3,22 | 3 | 3,32 | 2,75 | 1,58 |
| Kanada | 3,92 | 3,67 | 4,06 | 3,81 | 3,5 | 3,25 |
| Västtyskland | 5 | 4,75 | 4,5 | 4 3/8 | 3,5 | 3,25 |
| Nederländerna | 3,75 | 3,5 | 3,75 | 3 5/8 | 4,5 | 4 1/8 |
| Frankrike | 3 | 3 | 4 | 3 | 5 | 3 |
| Italien | 4 | 2,83 | 4 | 2,83 | 4 | 2,83 |
| Sydafrika | 4,5 | 3,25 | 4,5 | 3,25 | 4,5 | 3,25 |

(1) Diskonto, (2) 3 mån. skattkammarväxelränta.

[6]) *International Financial News Survey*, Vol. IX, No. 19, Nov. 9, 1956, s. 155.

komme att mista något av sin allmänna effektivitet. Särskilt skulle detta kunna tänkas bliva fallet i en konjunkturavmattning, då de långfristiga räntesatserna skulle kunna dröja sig kvar på en hög nivå och försvåra en långfristig upplåning i syfte att stimulera konjunkturen.

Även om en farhåga av detta slag till äventyrs skulle vara riktig, kan den inte vara skäl nog för att tillåta monetisering av statsskulden i ett läge, när den vidare målsättningen är en annan än att övervinna ett depressionstillstånd. Det beror dock på allvaret i det senare, om en omläggning av marknadspolitiken att omfatta även operationer i långfristiga papper skall anses befogad. Ett val mellan monetisering av statsskulden och vidgad marginal mellan räntesatserna för kort- och långfristiga lån kan ju utfalla till förmån för relativt höga räntor på långfristiga obligationer även i en konjunkturavmattning. Men så länge som en så djupgående depression inte är aktuell, väger skälen tyngre för att avstå från dylika operationer. Det enda, som i så fall skulle kunna motivera dem, vore, att de långfristiga räntorna annars skulle vara undandragna penningpolitikens inflytande. Sambandet mellan diskontot och de långfristiga obligationsräntorna skall därför här uppmärksammas. Arten av detta samband har givetvis betydelse för den ovan s. 168 berörda frågeställningen, huruvida långfristiga obligationer bör ingå bland centralbankens tillgångar.

Det är förmodligen svårt att ge ett för alla förhållanden giltigt svar på sistnämnda fråga, eftersom institutionella förhållanden m.m. kan hindra rörelserna i de korta räntesatserna att slå igenom i de långa. Denna situation förefaller dock ej särskilt sannolik under guldparistandard. Erfarenheter, som gjorts i FÖRENTA STATERNA, tyder i varje fall inte på att hinder av det slaget nödvändigtvis måste förekomma. Eftersom handlingslinjerna för den amerikanska marknadspolitiken är tydligt redovisade och motiverade även med avseende på sambandet mellan diskontot och de långfristiga obligationsräntorna, förtjänar de att här i korthet beröras, så att detta samband blir belyst.[7])

Till en början får erinras om att ett primärt syfte med den nya marknadspolitiken är att ge motståndskraft åt den långfristiga kapitalmark-

[7]) Framställningen bygger helt på en artikel av RIEFLER, W. W.: *"Open Market Operations in Long-Term Securities", Federal Reserve Bulletin,* Nov. 1958, ss. 1260—1274.

naden. Erfarenheten att investerarna drar sig ur denna och gör den trång, när operationer äger rum, har därför förmått Federal Reserve System att avstå från att påverka tillgången och efterfrågan på långfristigt kapital. Frågan om de långfristiga räntesatsernas höjd kommer alltså i andra hand efter önskemålet om motståndskraft.

Marknadsoperationernas uppgift är i stället att kvantitativt påverka penningförsörjningen, d.v.s. kassamedel och bankinsättningar, samt därmed kreditgivningen. Uppgiften består således i att ge möjligheter att finansiera efterfrågan, främst på arbetskraft och material, respektive att begränsa dessa möjligheter. Räntan är därvidlag ett medel, inte ett mål. Med en multipelverkan för kreditgivningens del av sex à sju gånger, beroende på den genomsnittliga kassareservsprocenten etc., är operationer i kortfristiga papper ett fullt effektivt medel att öka eller minska tillgången på kredit och påverka dennas räntor.

Diskontot och de långfristiga obligationsräntorna är inte skarpt avskilda från varandra, utan det finns en förbindelse mellan dem genom möjligheten till överflyttning av medel från den kortfristiga till den långfristiga marknaden och tvärtom. Även därigenom att överflyttningsmöjligheter finns mellan obligationer med olika återstående löptid och räntesatser, är förbindelse åvägabragt mellan kort- och långfristiga obligationsräntor.

De faktorer, som verkar till utjämning av ränteskillnaderna mellan papper med längre och kortare återstående löptid, är det yrkesmässiga arbitraget och substitutionen av olika värdepapper med andra. Av dessa båda spelar den sistnämnda den viktigaste rollen. Både såsom långivare och låntagare strävar t.ex. banker, försäkringsföretag, andra företag, statsskuldförvaltning, offentliga institutioner m. fl. att höja avkastningen av sina placeringar respektive förbilliga sin upplåning vid fluktuationer i räntorna. De vidtager följaktligen därav betingade dispositioner och omdispositioner. De kan t.ex. utnyttja en av marknadsoperationer framkallad vidgad och förbilligad kreditgivning till placeringar i värdepapper med längre löptid. Den därav framkallade större efterfrågan driver upp kurserna och pressar ned avkastningen på de långfristiga obligationerna, vilkas ränteläge sänks. Särskilt stora möjligheter att främja substitutionen äger bankerna både för egen del och för sina låntagares genom att kunna vidga och krympa kreditgivningen vid rikligare eller knappare tillförsel av kassamedel.

Den amerikanska marknadspolitiken arbetar således med denna indirekta metod att låta de långfristiga obligationsräntorna påverkas av de kortfristiga med hjälp av främst bankernas kreditmekanism och av marknadens allmänna förmåga att anpassa sina medelsdispositioner efter rådande ränteskillnader, så att dessa utjämnas. Erfarenheterna under den tid, som förflutit, sedan operationerna år 1953 fullt ut begränsades till kortfristiga papper, har visat en påtaglig följsamhet mellan utvecklingen för kort- och långfristiga räntor (jfr. diagram 5, s. 174), arbitragets och substitutionens utjämnande effekt mellan lån med längre och kortare återstående löptider och samtliga räntors känslighet för förändringar i bankernas kassaställning.[8])

Hittills gjorda erfarenheter har också visat, att Federal Reserve bankerna inte behöver hålla långfristiga obligationer i större utsträckning bland sina tillgångar. Vid utgången av år 1958 utgjordes deras statspappersportfölj till endast 20 % av papper med längre löptid än 1 år och till 5 % av långfristiga obligationer. Motsvarande procenttal var 10 år tidigare 50 respektive 40.[9])

Det är naturligtvis svårt att säga, i vilken mån andra till guldparistandarden hörande eller dit strävande länder kan följa det amerikanska mönstret och tillgodogöra sig erfarenheterna därav. Mycket beror av rent institutionella förhållanden, såsom förekomst av effektivt fungerande marknader, lämplig fördelning av värdepappersstocken med hänsyn till återstående löptider, förefintligheten av arbitrageverksamhet och förmåga hos långivare och låntagare att utnyttja substitutionsmöjligheter till förbättrad avkastning på placeringar och till billigare upplåning. Förutsättningar för ett verkligt effektivt samband mellan det penningpolitiskt viktiga diskontot och de långfristiga obligationsräntorna, så att fullständig följsamhet i räntefluktuationerna kan säkras, är kanske för närvarande inte för handen överallt på samma sätt. Å andra sidan vore det antagligen att gå för långt att göra gällande, att de långfristiga obligationsräntorna i västerländska länder skulle vara undandragna penningpolitiskt inflytande, liksom att detta inte skulle kunna stärkas utan direkta operationer på den långfristiga kapitalmarknaden med därav följande risker.

---

[8]) Se Riefler, a. a., ss. 1268 och 1269.

[9]) *Federal Reserve Bulletin*, Jan. 1959, s. 27 och Jan. 1949, s. 33.

**Hälftendelning av centralbankens tillgångar**

Även om guldparistandarden ges ett sådant innehåll, att enhetlig behandling av de olika växeltyperna äger rum, och därmed en anledning bortfaller till överdrivet förvärv av skattkammarväxlar, är frågan om den lämpliga proportionen mellan centralbankens utländska och samlade inhemska tillgångar inte besvarad. Guldparistandarden med bl.a. dess sysselsättningspolitiska målsättning medger ju rediskontering i större utsträckning än guldmyntfoten och manifesterar detta med diskontots diskretionära användning. Men därav följer inte, att centralbanken obegränsat kan lägga sig till med inhemska tillgångar. Något slags avvägning av storleken därav är under alla förhållanden nödvändig. Den kvantitativa fixeringen görs heller inte överflödig med en hänvisning till att den är en avvägningsfråga. Lämpligheten av varje avvägning kan ju på goda grunder ifrågasättas. Kravet på principer för fördelningen mellan tillgångarna kvarstår därför med oförminskad styrka. Det skulle till och med kunna göras gällande, att behovet av klara linjer endast blivit större, när mera diskretionär makt och därmed större ansvar lagts i centralbanksledningens hand.

I *guldmyntfotens* system var intresset så koncentrerat till guldet, att centralbankens andra tillgångar ägnades ringa uppmärksamhet ur kvantitativ synpunkt. Det var främst likviditets- och säkerhetshänsyn, som hade betydelse för deras del. Desto noggrannare övervakades guldkassans storlek och förändringarna av guldtäckningen för utelöpande sedlar och eventullt i centralbanken innestående giromedel. I lagstiftningen kom detta till uttryck i föreskrifter om en minimisumma guld och/eller en maximisumma av med guld ej täckta sedlar, s.k. *fiduciary issue*, det s.k. kontingentsystemet. Eller också gav det upphov till bestämmelser om lägsta täckningsprocent, det s.k. kvotsystemet. Även kombinationer av dessa två förekom ofta. Vid tillämpning av det förra systemet kunde såväl tillgångs- som skuldposter kontingenteras, men i det senare fallet skedde kvoteringen i regel i förhållande till skulderna. Ingenting hindrar emellertid kvotering av vissa tillgångar i förhållande till samtliga. Det har bara inte brukats.

Däremot har det särskilt i nödtider varit vanligt att kontingentera centralbankens inhemska tillgångar i stället för guldet och valutorna. Den franska centralbanken har sålunda sedan länge använt sig av ett

system med förskottsgivning till statskassan. Storleken av den sammanlagda fordran på staten har därvid varit begränsad till visst belopp, vilket i regel fastställts av NATIONALFÖRSAMLINGEN. En kontingent således. Liknande metod har använts även på andra håll, t.ex. i BELGIEN. I FRANKRIKE — liksom för övrigt också i NEDERLÄNDERNA — har emellertid även rediskonteringen av privata växlar tidtals limiterats, varvid olika diskontosatser tillämpats. En lägre sats har kommit till användning inom den medgivna ramen och en annan högre, när limiten överskridits.[10]) Emellertid har dessa kontingenteringar inte tillkommit så mycket av omsorg om BANQUE DE FRANCE' ställning och internationella solvens som i inhemskt kreditbegränsande och -reglerande syfte. För en centralbanks förhållande till utlandet är dock inhemska tillgångar av ringa värde.

I länder som STORBRITANNIEN och SVERIGE tillämpas numera ett kontingentsystem för sedelutgivningen utan samband med guldkassan med fastlagda maximibelopp, s.k. sedeltak, men då dessa vid ökat inhemskt betalningsmedelsbehov brukat ändras, har inte heller de någon påvisbar inverkan på centralbankens valutaställning.

Ur rent teknisk synpunkt är därför kvotsystemet otvivelaktigt överlägset, eftersom det utsäger något om *bägge* slagen av tillgångar och ställer dessa i beroende av varandra. Det är också troligt, att det med tanke på *guldparistandardens* dubbla målsättning skulle vara lämpligare att tillämpa kvotering än kontingentering. Denna bör i så fall avse tillgångarna inbördes snarare än utgöra en kvot i förhållande till de viktigaste skuldposterna.[11]) Men även om ett kvotsystem skulle föredras framför kontingentering med dess obestämbara effekt, skulle det bli en kinkig fråga att avväga fördelningen mellan utländska och inhemska tillgångar.

En fingervisning kan dock sägas ligga i guldparistandardens dubbla målsättning: valutaparitet och full sysselsättning. Den förra målsättningen har ett samband med centralbankens utländska, den senare med dess inhemska, tillgångar. En given proportion, t.ex. 50: 50, mellan dessa tillgångsslag förefaller därför vara en rimlig riktlinje. Med visst

---

[10]) Se Dr PER JACOBSSON i *International Financial News Survey*, Jan. 10, 1958, Vol. X, No 26, s. 209.

[11]) Några i sammanhanget kanske nödvändiga synpunkter på kvotreglers innebörd lämnas i särskild exkurs, s. 218.

fog kan dock göras gällande, att man inte kan ge annat än en tumregel, men också att, om avvikelser tillfälligt tolereras, sanktioner i någon form i korrigerande syfte är motiverade. Utan att närmare ingå på frågan om proportionernas anpassning till enskilda länders externa och interna förhållanden skall här för enkelhetens skull argumenteras utifrån antagandet, att hälften är en lämplig proportion. Det viktiga är nämligen, att det finns något slags erkända regler, som kan vara praktiskt användbara för centralbankens del och hjälpa till att göra guldparistandarden funktionsduglig. Oklarhet på denna punkt är en brist — och denna är påtaglig — i den tankebyggnad, som ligger bakom detta system. Härigenom skapar den också osäkerhet och otrygghet i fråga om den valuta- och penningpolitik, som centralbanken har att bedriva.

En på föreslaget sätt godtagen "hälftendelning" är inte en kvantitativ begränsning av samma slag, som en kontingent av guld och valutor eller av inhemska värdepapper skulle utgöra. Däremot balanserar den de olika intressena av oförändrat parivärde och hög sysselsättning så, att det i praktiken verkligen blir fråga om en kvantitativ begränsning, visserligen inte i absoluta tal utan i förhållande till vad som går att förena med guldparistandardens dubbla målsättning.

Eftersom det är en bärande tankegång i guldparistandarden att inte binda inhemska kassamedel vid de utländska tillgångarna på sådant sätt, att förändringar i de senares storlek automatiskt framtvingar motsvarande förändringar i de förras, kan den här föreslagna hälftendelningen inte ges form av förpliktande lagbestämmelse. Det vore att missförstå dess uppgift, som endast är att ge centralbanken anvisning om den lämpliga sammansättningen av dess tillgångsposter, så att alla länder, som tillhör det internationella penningsystemet, skall kunna hålla sig med guld och valutor, erforderliga för störningsfri avveckling av betalningarna i utrikeshandeln.

Centralbanken kan inte undgå att taga ställning till och avgöra, om den får ha exempelvis 10 procent utländska och 90 procent inhemska eller skall ha 90 procent utländska och 10 procent inhemska tillgångar, eller vilken annan proportion, som kan vara lämplig. Avvägningen går i första hand ut på att svara på två frågor. Därav är den första, om 10 procent utländska tillgångar ger möjlighet att avveckla de egna betalningarna i utrikeshandeln störningsfritt vid bibehållen paritet.

Den andra är, om 90 procent utländska tillgångar ger andra länder, som deltager i det internationella betalningssystemet, samma möjlighet — eller om systemet sätts ur funktion.

Hälftendelningen är ingenting annat än en avvägning i just detta hänseende. Därmed menas således inte, att en större eller mindre andel av det ena eller det andra slaget av tillgångar inte skulle kunna tänkas, om särskilda motiv härför föreligger. Inte heller menas därmed, att fluktuationer kring den som lämplig befunna proportionen inte skulle vara tillåtliga. Frånvaro av varje uppfattning om proportion är däremot knappast möjlig. En klart redovisad och motiverad uppfattning är i stället till gagn för guldparistandarden och underlättar förståelsen av systemets funktion.

Därtill skall avvägningen i andra hand ge anvisning för samordningen av penningförsörjningen med valutautvecklingen. Utseendet på denna samordning kan emellertid variera. Skulle regeln tillämpas på samma sätt som under guldmyntfot, skulle sedelomlopp och centralbanksgiro behöva minskas med dubbla det belopp, som ett eventuellt valutautflöde uppgår till, eftersom tvång föreligger att reducera även de inhemska tillgångarna med valutautflödets värde. En dylik inhemsk åtstramning skulle förvisso vara kännbar och svårmotiverad. På motsvarande sätt skulle ett valutainflöde ha en lika svårmotiverad, starkt expansiv effekt. En automatik av detta slag är raka motsatsen till vad guldparistandarden avser.

Denna syftar i stället till medveten styrning av penningförsörjningen med mål att upprätthålla paritet och sysselsättning. En målsättning av detta slag är emellertid vagt formulerad. Den är ingen anvisning för centralbanken om när tidpunkten är inne för omläggning från expansion till restriktivitet och från restriktivitet till expansion i penningpolitiken. En mera påtaglig och konkret anvisning är däremot att följa förändringen av de inhemska tillgångarnas andel i den egna balansen.

Automatikens avskaffande tvingar nämligen centralbanken att föra både en självständig valutapolitik och en självständig penningpolitik. I sin penningpolitik måste den uppmärksamma, hur de inhemska tillgångarnas andel utvecklas, eftersom dess egen kreditgivning ligger till grund för penningförsörjningen. I all synnerhet har detta blivit fallet, när statsskuldens inflytande eliminerats och valutautvecklingens automatik upphävts. Därmed har penningpolitiken helt överflyttats på

centralbanken, som blivit ensam ansvarig för bedömningen av storleken av sin egen kreditgivning, d.v.s. sitt innehav av inhemska värdepapper. Den måste dock göra denna bedömning med hänsyn tagen även till sina guld- och valutatillgångar.

"This management is less a question of the cover percentages, which still form part of the monetary legislation of many countries, than of a proper appreciation by the monetary authorities of the limits to the permissible supply of credit which are suggested by reserve movements."[12])

Även om kvantitativ fixering inte är möjlig av de inhemska tillgångarnas storlek, innebär kravet på samordning för penningpolitikens del, att andelen i totalsumman på något sätt anges. Detta behov gör sig således gällande från två håll. Det kommer dels från den valutapolitiska målsättningen — störningsfri avveckling av de internationella betalningarna med bevarad paritet — och dels från den penningpolitiska — en penningförsörjning med uppgift att underlätta hög sysselsättning. Förslaget till hälftendelning är ett försök att precisera en avvägning, som tillgodoser bägge önskemålen. Centralbanken får då också en riktlinje att följa i sin praktiska verksamhet, när den skall söka efterleva guldparistandardens principer. Avvikelser kan då väl tänkas utan att behöva ge upphov till automatik genom bindningar efter guldmyntfotens mönster. Dylika avvikelser blir i stället att betrakta som fluktuationer kring ett medelläge.

Frågan om hälftendelningen kan belysas genom att undersöka fördelningen av vissa centralbankers tillgångar under senast förflutna decennium. Därmed kan också en viss uppfattning erhållas om guldparistandardens utsikter att fungera i de länder, som förklarat sig redo att följa dess spelregler. I Förenta staterna utgjorde guldkassans, d.v.s. de utländska tillgångarnas, andel av Federal Reserve bankernas samtliga tillgångar år 1949 ca 53 procent och år 1958 ca 36 procent. Motsvarande procenttal för de utländska tillgångarna, inklusive valutor, var för centralbankerna i Schweiz 97 och 98, Belgien 48 och 61, Nederländerna 30 och 99, Västtyskland 6 och 84 samt Sverige 28 och 31.[13])

[12]) *International Reserves and Liquidity*, Washington 1958, s. 12.

[13]) *Federal Reserve Bulletin* och *Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank*, 1949—1958.

**Guldet — reserv eller internationellt kassamedel?**

Det antyddes nyss, att korrigerande åtgärder vore motiverade i fall av avvikelser från hälftendelningen eller den andra proportion, som kunde vara godtagen. Därmed åsyftades i första hand den situationen, att de inhemska tillgångarna kunde komma att utgöra alltför stor andel av samtliga till förfång för valutapariteten. För små guld- och valutatillgångar är otvivelaktigt ett direkt hot mot pariteten, men det kan inte göras gällande, att för stora sådana i den meningen, att de t.o.m. kraftigt överstiger hälften av tillgångarna, skulle vara en lika uppenbar fara för sysselsättningen. Krav på utlösande av motåtgärder mot de utländska tillgångarnas tillväxt utöver hälften kan följaktligen inte resas med lika stor styrka. Inte desto mindre är den ojämna fördelning av de internationellt gångbara betalningsmedlen, som följer av att utländska tillgångar ackumuleras i några få centralbanker, ett problem av stor praktisk betydelse för guldparistandardens funktion. Denna fråga skall här beröras ur centralbankspolitisk synpunkt.[14]) Hur skall med andra ord centralbanken ställa sig till en mera betydande förskjutning av sina tillgångar till förmån för guldet och valutorna, och kan den såsom ovan ifrågasatts med tillgängliga medel, d.v.s. främst diskontot, bromsande påverka en dylik utveckling?

Förslaget till kvotmässig fördelning av centralbankens tillgångar innebär i sig självt ett krav på att dessa delvis skall utgöras av guld och valutor. Detta är däremot inte nödvändigt för ett kontingentsystem. Sättes kontingenten inhemska tillgångar tillräckligt hög, kan den helt motsvara centralbankens skulder. Det är heller inte alltid i verkligheten erkänt, att guld och valutor över huvud taget behöver ingå i centralbankens tillgångar. Ehuru det i första ögonblicket kan förefalla egendomligt, att centralbanker mot bakgrund av deras gamla traditioner inte skulle ha internationella betalningsmedel bland sina redovisade tillgångar, är det inte desto mindre ett faktum, att detta just är fallet med bl.a. en så berömd centralbank som Bank of England.

Under krisen i början av 1930-talet överfördes de guld och valutor, som numera är sterlingpoolens gemensamma egendom, till en valutautjämningsfond, som därefter förvaltat dem, vilket naturligtvis kan ha

---

[14]) För frågan om den internationella likviditeten hänvisas till kap. 5.

varit fullt rimligt för 1930-talets depressionsår och krigs- och efterkrigsåren därefter. Om det är lika rimligt med en centralbank utan redovisade utländska tillgångar under en guldparistandard, som skall bringas att fungera med minsta möjliga friktioner, är däremot en öppen fråga. Systemet var emellertid utbrett under 1930-talet och är alltjämt i bruk i t.ex. STORBRITANNIEN, KANADA och i huvudsak FRANKRIKE.

Hur förbindelsen mellan de utländska tillgångarna och den inhemska penningförsörjningen ser ut, kan lämpligen skildras med det engelska systemet för ögonen. Guldet och valutorna köps där upp av VALUTAUTJÄMNINGSFONDEN, som erhåller skattkammarväxlar av staten till försäljning för att skaffa medel till likviden. Mot de utländska tillgångarna står således skattkammarväxlar till belopp, som avgörs av valutaflödets omfattning och förändringar. BANK OF ENGLAND's skulder åter motsvaras helt av inhemska tillgångar.[15]) Sedelstocken är, som redan framhållits, kontingenterad. Eftersom den är den helt dominerande skuldposten, reglerar den i praktiken därmed också storleken av den inhemska portföljen. Samma resultat för sedelstockens del skulle givetvis på det hela taget kunna uppnås genom kontingentering av skattkammarväxlarna och statsobligationerna i stället. Varje slag av automatisk sammankoppling mellan förändringar i de utländska tillgångarna och BANK OF ENGLANDS skulder är här bruten.

[15]) BANK OF ENGLAND är sedan år 1844 uppdelad i en sedelutgivningsavdelning, ISSUE DEPARTMENT, och en bankavdelning, BANKING DEPARTMENT, som redovisar sina tillgångar och skulder var för sig. Den 19 mars 1958 såg balansen ut på följande sätt. Se *The Economist*, March 22, 1958, s. 1076.

| *Issue Department* | | Milj. £ | | *Banking Department* | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tillgångar | | Skulder | | Tillgångar | | Skulder | |
| Obligationer o. skattk.v. | 1.996,2 | Sedlar i cirkulation | 1.982,6 | Obligationer o. skattk.v. | 263,6 | Offentl. giroräkn. | 15,2 |
| Andra säkerheter | 0,8 | Sedlar i Banking Department | 17,8 | Växlar o. lån | 25,8 | Banker | 222,8 |
| | | | | Annat | 21,4 | Andra | 75,5 |
| Guldmynt o. -tackor | 0,4 | | | | 310,8 | | 312,5 |
| Skiljemynt | 3,0 | | | Banking Department Reserv | 20,2 | | |
| | 2.000,4 | | 2.000,4 | | | | |

Önskas en samordning mellan t.ex. ett valutautflöde och en inhemsk reducering av penningförsörjningen, måste den ske på skönsmässiga grunder och kan äga rum efter politiska lämplighetsskäl. Detta system att separera valutarörelserna från den inhemska ekonomien är i första hand ett formellt arrangemang, som dock lätt kan draga den föreställningen med sig, att det inte skulle vara eller i varje fall behöva vara så angeläget att observera och ta varning av rörelserna i valutatillgångarna samt nära anpassa den inre ekonomien därefter, i all synnerhet om valutorna själva kan underkastas reglering. Eftersom guldparistandardens mening just är att avskaffa eller i möjligaste mån begränsa användningen av valutarestriktioner, är det tveksamt, om det är en bra metod att fortfarande arbeta med valutautjämningsfonder.

Bakom tillkomsten av dessa institutioner från guldmyntfotens kris och de störda valutaförhållandena därefter, ligger föreställningen om guld- och valutatillgångarna som ett slags *reserv* för utländska betalningar. Denna i mångas medvetande alltjämt kvardröjande 30-talsuppfattning passar emellertid inte in i den nya tidens system. En reserv är ju någonting, som dels sparas för att normalt inte förbrukas dels är avsett att tillgripas i vissa nödlägen. För att använda en välkänd penningteoretisk terminologi från KEYNES, så är försiktighetsmotivet för kassahållningen för starkt betonat i föreställningen om de utländska betalningsmedlen som reserv till förfång för transaktionsmotivet, som i sin tur är skjutet i förgrunden under guldmyntfoten eller guldparistandarden. Där är de internationella betalningsmedlen avsedda att i väsentlig utsträckning tjänstgöra som s.k. working balances för att på det internationella fältet finansiera handel och varuutbyte samt avveckla betalningar av annan karaktär.

När guldet och valutorna flyttar sig mellan länderna och ger upphov till riklighet på ett håll och knapphet på ett annat, utlöser det reaktioner, som är olika under guldmyntfot och under guldparistandard. Eftersom syftet med reaktionerna är att återställa den balans, som rubbats och framkallat kapitalöverföringarna, har valet av valuta- och penningsystem, d.v.s. rent institutionella förhållanden, avgörande betydelse för de resultat, som framkommer. När ett land under *guldmyntfot* förlorar guldtillgångar, får det penningknapphet. Inkomstbegränsning eller inkomstreduktioner och prissänkningar följer, och importen begränsas, varvid det antages, att valutautvecklingen kommer att vridas rätt igen.

I det guldmottagande landet förutsättes penningriklighet, inkomststegring, ökad import och åter guldutflöde. Det, som automatiskt åvägabringas i underskottslandet i balanserande syfte, endast förutsättes få sin motsvarighet i överskottslandet, utan att automatiskt kunna garanteras. Fungerar systemet enligt ritningar, åstadkommer det en rimlig fördelning av guldtillgångarna mellan länderna, utan att en långsiktig trend i vare sig inflationistisk eller deflationistisk riktning blir följden. Den i detta avseende ömtåligaste punkten i systemet är överskottslandets beredvillighet att höja sin inkomstnivå och öka sin import tillräckligt. Där finns nämligen något som systemet inte automatiskt åvägabringar. Sker det icke, är risken överhängande för utlösning av deflationistiska krafter med spridningsverkan.

*Guldparistandardens* balansmönster ser annorlunda ut. Om ett land med inhemsk inflation förlorar guld, bör det visserligen gå in för inkomstbegränsning i syfte att minska importen men tvingas inte automatiskt härtill av hänsyn till risken för arbetslöshet. I stället förväntas överskottslandet skola använda sitt överflöd på guld och valutor till att skapa penningriklighet och nya inkomster i sådan omfattning, att därav föranledd ökad import återger underskottslandet dess tidigare förlorade valutor. Därefter kan ny penningriklighet skapas i det senare och via valutamekanismen fortplantas utåt i en ändlös serie. Det ohållbara i detta schema är, att ett underskottsland, som befriats från den skyldighet, som guldmyntfoten pålade, att även till priset av arbetslöshet anpassa sin förbrukning av valutor till vad det kan intjäna, med sin expansiva politik skulle rycka med sig även andra, försiktigare länder och därtill lägga ansvaret för systemets funktion på dessa. Detta är den s.k. importerade inflationens problem.[16])

Tillämpat på detta sätt skulle visserligen fördelningen av guld- och valutatillgångarna aldrig behöva ge upphov till allvarliga svårigheter, men systemet med det fasta guldpriset skulle brytas sönder i en dylik process. Vidare skulle guldet inte kunna utöva sin modererande inverkan på inkomstutvecklingen i en tid, när inkomstmaximeringen är en så starkt drivande faktor.

---

[16]) Professor Wilhelm Röpke använder detta uttryck i en artikel, "*Das Dilemma der importierten Inflation*", i *Neue Zürcher Zeitung*, 29. Juli 1956, Blatt 11, till vilken hänvisas. Röpke talar där bl.a. om problemet "monetisering av betalningsbalansöverskottet".

Detta balansmönster är en inre motsägelse i guldparistandarden och har därför gett upphov till olika förslag till problemlösningar. Även guldmyntfoten hade på sin tid ett slags motsvarighet till denna svaga punkt i förutsättningen men inte tvånget för ett överskottsland att låta sitt inströmmande guld framkalla expansion i den inre ekonomien. Som bekant handlade inte de överskottsländer, som under 1930-talet sökte hålla fast vid guldet, efter den riktlinjen utan steriliserade i stället sitt guld genom dess uppläggning i olika fonder och reserver och bidrog därigenom till att skapa bekymret med den exporterade deflationen.[17])

Det gäller således att få det internationella valutasystemet att fungera så, att bägge ytterligheterna kan undvikas, samtidigt som fördelarna av det fasta guldpriset med dess modererande inverkan på inkomstutvecklingen kan tillgodogöras. Den nuvarande guldparistandarden löper onekligen viss risk att diskrediteras, om den inte kan finna metoder att bemästra såväl den importerade inflationen som den exporterade deflationen. Men den förra är onekligen den som visat sig vara det mest pressande problemet på grund av den benägenhet till spridning av inflationsimpulser, som strukturellt följt med guldparistandardens hittillsvarande verkningssätt. Av samma skäl är det särskilt angeläget att på tidigast möjliga stadium motverka snedvridningar i fördelningen av guldet och valutorna. Även det förhållandet att det inte går lätt att framtvinga anpassningsprocesser via priser och sysselsättning manar till tidigt ingripande.

**Gulddisagio?**

I det föregående har diskuterats tumreglerna för minimiinnehavet av utländska tillgångar och erforderliga ingripanden till försvar för detta.

---

[17]) Medan Professor Röpke argumenterar från överskottslandets synpunkt, hävdar Sir Oliver Franks i Lloyds Banks styrelseberättelse för år 1957 underskottslandets krav på tillmötesgående från överskottslandets sida.

Se *The Economist*, Jan. 25, 1958, ss. 350–353 t.ex. följande uttalande:

"Nowadays, deficit countries will not bring about a major reduction in prices through deflationary policies, for in the industrial countries, at any rate, that could be done only at the cost of heavy and prolonged unemployment. It follows that countries gaining exchange reserves have a greater responsibility than ever to allow money incomes to expand, even if that is not compatible with absolute stability in their internal price levels." s. 352.

I det följande gäller frågan, vad ett guld- och valutamottagande land kan göra för att inte överflödas med guld. Här liksom i bristsituationer kräves avstående från kvantitetsreglerande ingripanden och begagnande av s.k. generellt verkande medel. Men i detta fall går uppgiften ut på att bromsa valutatillflödet, utan att inhemsk inflationistisk penningriklighet blir följden. Skillnaden mot ett underskottsläge är uppenbar. De tillåtna medlen skall vara av generellt verkande natur i bägge fallen, men medan de skall vara riktade mot den inhemska penningförsörjningen, när restriktivitet behövs, skall de i möjlig mån undvika detta, när överflöd blir en följd av systemets verkningssätt. Då skall de i stället verka direkt mot valutatillströmningen.

Arten av de förslag, som framkommit i detta syfte, är också sådan, att den visar, hur svår uppgiften är. Det är därför knappast anledning att vänta sig större bidrag till hävande av snedvridningar i guldfördelningen från överskottsländer. I första hand måste den uppgiften komma att vila på dem, som åsamkar sig valutautströmning.

Internationella valutafonden har i sin stadga bestämmelser, att en valuta kan förklaras för knapp, i vilket fall andra länder medges rätt till införande av valutarestriktioner, något som ju dock inte precis är någon lösning av fördelningsproblemet. Det enda positiva förslag i den riktningen fondstadgan innehåller, är en hänvisning till möjligheten att uppta lån i den knappa valutan. Här erkännes emellertid i princip behovet av samordnande åtgärder mellan över- och underskottsländer, även om ingen valuta ännu officiellt förklarats för knapp och botemedlen häremot aldrig givits en mera preciserad innebörd.

För guldmyntfotens system var det rimligt att samordna räntepolitiken så, att diskontot höjdes i underskottslandet och sänktes i det guldmottagande landet. Åtminstone i ett fall har denna metod också kommit till användning under guldparistandarden, nämligen när Storbritannien höjde sitt diskonto från 5 till 7 procent i september 1957 och Västtyskland sänkte sitt från 4½ till 4 procent. I första hand var ränteförändringarna förestavade av önskemålet att få det internationella valutakapital, som spekulerade i möjligheten av en punddevalvering eller markappreciering och därför flytt till Västtyskland, att återvända till London. Om åtgärderna haft någon mera djupgående inverkan på fördelningen av guldet och valutorna är svårt att säga, men ett

försök till samordning av diskontopolitiken mellan två ekonomiskt viktiga länder var det otvivelaktigt fråga om.

För att hindra tillflöde av internationella betalningsmedel som likvid för export är det naturligtvis en rakt på sak gående åtgärd att öka varuimporten i stället. Uppmuntran därtill genom tullsänkningar o.dyl. kan sannolikt vara ett verksamt medel i viss utsträckning. Ovanligare skulle det vara att söka bromsa exporten, även om det skulle leda till samma resultat. Under alla förhållanden är allmän beredvillighet att utvidga den internationella handeln och varuutbytet en bättre metod att främja en rimlig fördelning av guldet och valutorna än att, såsom skedde på 1930-talet, falla in i autarkistiska strävanden.

Omvandling av valutatillflöden i långfristiga lån och återbetalning i förtid av tidigare erhållna lån är andra åtgärder, som både diskuterats och kommit till användning i syfte att motverka en ogynnsam fördelning av guldet och via valuta- och penningmekanismen import av inflation. Utbyggnad av den internationella långivningen är alltid ett medel att motverka ojämn fördelning av de internationella betalningsmedlen men korrigerar mera sällan de underliggande krafter, som framkallar balansrubbningen.

Även om så långt gående förslag som ömsesidiga växelkursförändringar, d.v.s. devalvering i ett underskottsland och samtidig appreciering i ett överskottsland, hittills inte omfattats med tilltro någonstädes och förverkligats, har förslag till större rörlighet för växelkurserna mellan vidgade marginaler haft viss sympati. De skulle nämligen försvåra spekulationen i kommande växelkursförändringar. Så pass begränsad som en dylik målsättning dock är, är det rätt klart, att metoden knappast kan vara särskilt effektiv för att lösa ett guldfördelningsproblem, som går mera på djupet än en spekulationsvåg gör. Dessutom är risken med fluktuerande växelkurser inte ringa. De kan i praktiken resultera i en mindre devalvering, när de måste manipuleras av ett land med svag valutaposition.[18])

Trots svårigheten att finna metoder, varigenom överskottsländer kan bidraga till en jämn fördelning av guldet och valutorna utan att behöva finna sig i importerad inflation, delar de dock med underskottsländer ansvaret för guldparistandardens funktion och vidmakthållande. De

[18]) Jfr. Triffin, R.: *Europe and the Money Muddle.* New Haven 1957, s. 282 ff.

senare är icke skyldiga underkasta sig arbetslöshet men däremot att med till buds stående medel styra sin effektiva efterfrågan och inkomstutveckling så, att de inte förbrukar för mycket guld och valutor. Uppfyller de detta krav, faller det på överskottsländer att hindra export av deflation och att inte försvåra återförvärv av förlorat guld. Det finns således ett påtagligt behov av samordning, för att ett internationellt penningsystem, som medvetet inte bygger på fullständig automatism, skall kunna fås att fungera utan alltför starka friktioner.

Professor RÖPKE ifrågasätter i sin nyssnämnda artikel, tyvärr utan att närmare utveckla sin tanke, att centralbankerna i överskottsländer skulle befrias från skyldigheten att inköpa salubjudna valutor och i stället begränsa sig till en rent intervenerande funktion. Sedan länge är det nämligen brukligt, att det privata bankväsendet håller sig med utländska tillgodohavanden för att smidigt kunna handha sin utlandsrörelse. Ju mer omfattande denna är, desto större behov av guld och valutor har bankerna. Frågan är nu, om ett disagio skulle kunna bringas till användning för att avskräcka från inleverans av guld och valutor till centralbanken i ett överskottsland och verka för att större andel därav stannar utanför denna institution. Tydligt är under alla förhållanden, att en exportör, som intjänat valutor, får vidkännas en reduktion av sin förtjänst genom ett dylikt disagio och givetvis får ett intresse att söka upp en importör, som är villig betala honom mer för hans valutapost, än centralbanken vid angivet disagio gör. Enbart härigenom skulle centralbankens arsenal av valutapolitiska vapen få ett tillskott, som därtill skulle kunna handhas på ett smidigt sätt.

Förutsättning för införande av ett disagio av detta slag måste givetvis vara, att det sker inom ramen för den bestående guldparistandarden. Disagiot måste med andra ord inpassas i INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS verksamhet. Som bekant har ju dess stadga klausuler såväl för marginalerna mellan inköps- och försäljningspris på guld som för behandlingen av s.k. knappa valutor, och ett gulddisagio kan naturligtvis inte få komma i konflikt med dessa bestämmelser. Därför är det tänkbart, att det skulle vara lämpligt, att fondstyrelsens tillstånd till användning av ett gulddisagio först måste inhämtas. Följden härav skulle bliva, dels att denna skulle tilldelas en ny befogenhet, som naturligt faller inom ramen för dess internationellt valutaövervakande verksamhet, dels att ett smidigt och inte alltför sensationsbetonat valutapoli-

tiskt instrument skulle skapas. I stadgan inryckta bestämmelser om åtgärder avseende knappa valutor är ju inte av särskilt konkret natur.

Om FONDEN själv skulle få ont om en valuta, kan den officiellt förklara denna för knapp, men en dylik åtgärd har ansetts så uppseendeväckande, att den hittills aldrig företagits. Vid allmän knapphet på en valuta kan FONDEN dock inte göra mycket mer än sända ut en rapport om förhållandet. Något annat konkret praktiskt förslag till hävande av en valutaknapphet än en lånerekommendation innehåller stadgan inte.[19])

Om ett gulddisagio skulle kunna fylla ut denna brist, skulle tillstånd till dess användning knappast behöva få karaktär av mer än en tämligen rutinmässig anmälan därom. Att den realiter är motiverad av ett önskemål att förhindra en valuta från att bli knapp, behöver ju inte vara så uppseendeväckande, bara det sker i god tid, innan den verkligen blivit så sällsynt, att det behöver utbasuneras. Det är ju bl.a. just för att förekomma starka störningar i fördelningen av de internationella betalningsmedlen, som VALUTAFONDEN är till. Kan något i den vägen verkligen uppnås med ett gulddisagio, faller övervakningen av dess användning helt inom ramen för FONDENS verksamhet, eftersom det här inte är fråga om ett i alla hänseende inhemskt penningpolitiskt vapen utan ett, som också berör andra länders intressen.

Ett skäl för VALUTAFONDENS medverkan är också, att endast klara överskottsländer bör få använda metoden. Andra syften än rent valutafördelningspolitiska bör nämligen inte ifrågakomma, och det kan inte bestridas, att en förtäckt skattläggning av exporten i en tillfälligt gynnsam konjunktur skulle kunna uppammas, något som ofelbart skulle diskreditera metoden.

Ett diskonto är ett generellt verkande medel. Ett gulddisagio måste givetvis vara generellt giltigt även det mot allt guld, från vilket land det än kommer. Guldrörelserna går ju nuförtiden till största delen genom centralbankerna, vilket de obehindrat kan fortsätta att göra för den önskade övervakningens skull. Möjligheten att konstatera, från vilket land varje guldsändning kommer, får dock självfallet inte föranleda diskriminatorisk användning av gulddisagiot. På samma sätt som guldet får också valutorna behandlas. Önskar centralbanken av särskilda skäl,

[19]) *IMF Stadgan*, Art. VII.

t.ex. för förräntning, förvärva utländska tillgodohavanden eller värdepapper, kan den sälja guld i sin tur till centralbanken i det land, vari den önskar hålla sina medel.

Ehuru ett gulddisagio är ett valutapolitiskt medel, riktar det dock först och främst sin spets inåt. Det är i sin tillämpning ett mellanhavande mellan centralbanken och de företag och personer i det egna landet, som har utländskt guld och valutor att sälja, d.v.s. huvudsakligen exportörer. Det är dessa, som ställs inför valet att själva endera sälja med ett avdrag till centralbanken eller söka finna annan köpare och i avvaktan härpå ligga på sina tillgångar, som bibehåller sin karaktär av likvida medel oförminskad. Exportörerna får härigenom ett visst mindre medintresse av en import, och deras tillgångar finns hela tiden till disposition. Det blir med denna metod alltså ingen sterilisering av guldet, såsom fallet var under 1930-talet och t.ex. också i SCHWEIZ under 1940-talet eller VÄSTTYSKLAND på senaste tiden, när staten lägger upp guldet i fonder för att förhindra dess inverkan på penningförsörjningen.

Även om ett gulddisagio inte ger upphov till en likadan förskjutning i växelkursrelationerna som en appreciering, skulle kanske en viss likhet med fluktuerande växelkurser inom vidgade köp- och försäljningsmarginaler för guld kunna sägas föreligga. Denna är emellertid mera skenbar än verklig. Det skulle ju här vara fråga om ett officiellt tillkännagivet disagio med ändring därav blott vid sällsynta tillfällen, när sådana förskjutningar i valutaläget inträtt, att även diskontoförändringar är motiverade. Eventuella gulddisagioförändringar skulle därför med rimlig grad av sannolikhet kunna förutses vara inaktuella och ett betydande mått av stabilitet därför kännetecknа ett dylikt arrangemang. För utrikeshandeln är just denna stabilitet så viktig, att den alltid eftersträvas, och det är bristen därpå, som är en så allvarlig invändning mot fluktuerande växelkurser med deras från dag till dag ändrade noteringar, att tanken på dessa vunnit föga anklang. Fluktuerande växelkurser innebär för underskottsländer också betydande risk för dragning åt devalveringshållet med ogynnsam psykologisk verkan ur spekulationssynpunkt. I underskottsländer är inte minst av denna anledning motviljan mot varje anordning, som kan utpeka dem som mogna för devalvering, stark.[20])

---

[20]) Professor F. LUTZ argumenterar i en artikel, "*Das Problem der Internationalen Währungsordnung*", *Ordo*, DÜSSELDORF och MÜNCHEN, 1958, s. 142 ff., för rörliga

Ett gulddisagio är däremot en angelägenhet för det överskottsland, som bestämmer sig för att använda det. Det är en ensidig åtgärd, som inte utsäger annat om andra länders förhållanden än som är allmänt känt. Ett underskottsland kan otvivelaktigt bli svagare av fluktuerande växelkurser, men ett överskottsland kan knappast bli starkare av ett gulddisagio. Vore detta fallet, skulle hela arrangemanget självklart vara förfelat. Men är det det? Utan att metoden prövats, kan det naturligtvis inte med visshet sägas, om den skulle vara till nytta eller inte. Det är i alla händelser en tanke, som måhända skulle förtjäna ett experiment, vilket vore försvarbart enbart på den grunden, att alternativet, import av inflation, är alltför obehagligt. Överskottsländer har otvivelaktigt genom guldparistandarden försatts i en ovanlig situation. Det borde inte vara förvånande, om dennas bemästrande också kräver ovanliga metoder.

**Sammanfattning**

Centralbankens politik kan inte — för att sammanfatta resonemanget — under guldparistandard såsom under 1930-talets system av styrda valutor enbart anpassas till önskemålen om en inhemsk penningförsörjning, som tillgodoser godtyckligt utvalda intressen eller behov. Guldparistandardens internationella penningsystem och ekonomiska program fordrar en centralbankspolitik, som tillser, att kontrollen av penningförsörjningen i samhället samordnas med rörelserna i de internationella betalningsmedlen. Härigenom har övervakningen av centralbankens tillgångar och deras sammansättning fått allt större betydelse. Det är dock alltjämt fråga om en medveten politik och inte såsom under guldmyntfoten ett automatiskt registrerande av inträffade händelser och utlösande av motverkande faktorer. Centralbanken har själv att med hänsyn till guldparistandardens tvenne målsättningar bestämma om fördelningen av sina tillgångar på utländska och inhemska värden. Här har förordats en hälftenfördelning. Denna är inte annat än en enkel tumregel, som i viss mån är godtyckligt vald. Det betyder dock inte, att den skulle vara obehövlig. Frånvaron av regel kan bidraga till ojämn

växelkurser. Av rakt motsatt mening är Mr. R. F. Harrod, som anser, att dylika fordrar alltför stora valutareserver. Harrod, R. F.: *Policy against Inflation*, London 1958, ss. 55—60.

fördelning av guld- och valutatillgångarna, som snabbt framkallar icke önskvärda konsekvenser. Kanske upphör systemet rentav att fungera i något av de två avseenden, som det kommit till för, nämligen att vidmakthålla hög sysselsättning och oförändrat parivärde. Om centralbankens tillgångar i alltför hög grad skulle avvika från hälftenfördelningen, är det inte uteslutande en intern angelägenhet, eftersom knapphet på guld i den ena centralbanken automatiskt ger upphov till överflöd i den andra. Ojämn intern fördelning mellan inhemska och utländska värden drar därför ofrånkomligt med sig ojämn fördelning av guldet och valutorna mellan länderna. Om inte detta fördelningsproblem kan bemästras, följer de företeelser, som ovan skildrats som den importerade inflationen med dennas olyckliga verkningar för det fasta guldpriset och penningvärdet samt den exporterade deflationen med dennas för sysselsättningen farliga konsekvenser.

Av dessa anledningar är det så viktigt för centralbanken att balansera de olika slagen av tillgångar någonstans omkring den föreslagna hälftendelningen eller möjligen den andra norm i dennas närhet, som kan vara godtagbar. Centralbankerna, som överallt har till sin speciella uppgift att sköta den inhemska penningförsörjningen, nödgas därför samordna denna med vården av de utländska kassatillgångarna. Det är följaktligen otidsenligt att skilja dessa båda funktioner åt, t.ex. med hjälp av valutautjämningsfonder. Men samordningskravet sträcker sig längre. I ett internationellt system, som förutsätter medvetet handlande och icke automatism, måste olika länders centralbanker förutsättas kunna samordna sin politik i syfte att undanröja sådana störningsanledningar som uppkommande ojämn fördelning av guld- och valutatillgångarna. Det viktigaste medel, som står centralbankerna till buds för deras politik, är i nuvarande tidsläge diskontot. Detta måste internt handhas så, att det kan effektuera den önskade hälftendelningen av tillgångarna. Skall därvid regleringar med osäker effektivitet kunna undgås, är ett enhetligt diskonto för privata växlar och skattkammarväxlar nödvändigt. Vad centralbankerna externt kan göra i guldfördelande syfte ger sig självklart för diskontots del ur guldmyntfotens handlingsschema, enligt vilket underskottslandet företar höjning och överskottslandet sänkning. En fråga, som här ställts under diskussion, är vidare, om inte därutöver ett gulddisagio skulle kunna göra god tjänst.

# *Sysselsättningsfrågan och världsinkomsten*

**Pris- och lönenivåns roll**

Guldparistandarden har, som redan framhållits, två målsättningar. Den är på en och samma gång ett valutasystem med fasta pariteter och ett ekonomiskt program om hög sysselsättning. Hur ser nu dess höga sysselsättning ut? På vilka villkor låter sig denna med andra ord förena med kravet på valutastabilitet? I andra och tredje kapitlen har politiken för den fulla sysselsättningen och de konsekvenser, vartill denna visat sig leda, diskuterats. Därefter har det internationella parivärdesystemet och dess sammankoppling med det inhemska penningväsendet behandlats. Särskilt har valutastabilitetens krav på penningpolitiken och den inhemska penningförsörjningen studerats. Vad fordras nu, för att guldparistandardens ekonomiska program om hög sysselsättning skall kunna förverkligas under en på angivet sätt utformad penningpolitik?

Det står omedelbart klart av den dubbla målsättningen, att full sysselsättning inte garanteras utan hänsyn till konsekvenserna för valutastabiliteten. Den säkras inte oberoende av inkomstsumma och inkomstutveckling. Det sker med andra ord inte till vilken pris- och lönenivå som helst. För ett land utan behov av varubyte med andra länder, för ett land, som är avspärrat t.ex. på grund av krig eller av ideologiska skäl, för ett land med statsmonopol på utrikeshandeln eller för ett land med valutakontroll och s.k. managed currency spelar däremot inhemska priser och löner underordnad roll. Managed currency var en tyvärr inte alltid tillräckligt tydligt uttalad förutsättning för den fulla sysselsättningens teori, sådan den presenterades under 30-talet. Därigenom ansågs denna inte behöva belastas med preciseringar rörande valutastabiliteten. Väl förnekades inte behovet av sådan, men avståndet till full sysselsättning var så långt, att stabilitetsfrågan ansågs kunna bagatelliseras. Sysselsättningspolitiken kan emellertid självfallet inte tillerkännas valfrihet i fråga om pris- och lönenivå.

Lika klart är, att sådan valfrihet inte är en nödvändig förutsättning

för i verklig mening full sysselsättning. Det vore bra nära detsamma som att påstå, att full sysselsättning är och måste förbli en inflationsföreteelse. Den borde emellertid kunna åstadkommas vid vilken inkomstnivå som helst. Huruvida den kan skapas vid vilken inkomstutveckling som helst, kan däremot vara tveksamt. Vid en fallande inkomstnivå är den nämligen erfarenhetsmässigt svår att förverkliga på grund av det psykologiska motstånd, som bjuds från företagar- och arbetstagarhåll mot sänkta inkomster. Det är till denna företeelse guldparistandarden tar hänsyn, när den erkänner behovet av stigande inkomstsumma.

Hur stor sysselsättning är då i praktiken tänkt att rymmas inom denna möjliga inkomstutveckling? Spörsmålet aktualiserar en definitionsfråga. BEVERIDGE definierade som bekant 97 procents sysselsättning som full.[1]) Procentsatsen är naturligtvis tämligen godtyckligt vald och kan mycket väl krävas höjd eller eventuellt måttligt sänkt med lika god rätt. För guldparistandarden kan en procentuell bestämning av vad den vill anse vara hög sysselsättning knappast vara lämplig. Vissa variationsmöjligheter med både högre och lägre procenttal än BEVERIDGE's måste anses tillåtliga. INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS stadga talar om "att medverka till uppnåendet och upprätthållandet av en hög nivå för sysselsättning och realinkomst samt till utvecklingen av samtliga medlemmars produktiva resurser".[2]) Högsta möjliga sysselsättning, som låter sig *förena* med valutastabilitet, är vad som ligger bakom en formulering som denna. Härvid förutsätts effektivitet i produktionen för att få stor realinkomst.

Det är ingenting i en sådan princip, som skulle hindra en t.o.m. hundraprocentig sysselsättning, om priser och löner vore precis så höga, att inkomsterna av dem motsvarade den med hänsyn till pariteten möjliga inkomstutvecklingen. Skulle de vara högre, skulle det innebära, att alla inte kunde sysselsättas. En dylik fördelningsbetingad undersysselsättning är endera av prispolitisk eller av lönepolitisk natur och är självförvållad. Den kan därför inte åberopas som bevis för guldparistandardens bristande funktionsduglighet, i synnerhet som denna inte är ett automatiskt verkande system utan förutsätter med-

[1]) Jfr. ovan s. 23.

[2]) *IMF Stadgan*, Art. I, § 3.

vetet bedriven politik. Självfallet kan då också ett medvetet åsidosättande av spelreglerna sätta systemet ur funktion, något som i och för sig är ett föga intressant konstaterande. Däremot har det ett stort intresse att få undersökt, under vilka betingelser sysselsättningen kan hållas hög, utan att systemet spolieras.

**Guld- och valutaanskaffningen**

Eftersom guldparistandarden förutsätter en successivt stigande inkomstsumma, måste centralbanken fortlöpande inköpa en erforderlig kvantitet guld och valutor från endera inhemska eller utländska källor. Detta är en grundläggande skyldighet, som systemet just av hänsyn till sysselsättningen kräver, och som inte kan avvisas med hänvisningar till betalningsbalansens utveckling. Det är centralbankens *uppgift* att övervaka denna och vidtaga sådana penningpolitiska åtgärder, att eventuella rubbningar, som försvårar anskaffningen av guld och valutor, korrigeras.

Hur stora skall då dessa inköp vara, t.ex. per år? Ett par räkneexempel ger kanske svaret bäst. Exemplen skall väljas med anlitande av aktuella siffror, så långt detta låter sig göra. I de fall, att luckor föreligger i siffermaterialet, får slutsatserna dragas med försiktighet, ehuru det inte är nödvändigt att av den anledningen helt avstå därifrån. Siffrorna är från INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS månadspublikation, *International Financial Statistics*, och återges i U.S.dollars.

Antag att inkomstsumman i ett land av SVERIGES typ är 10.000 miljoner dollars under ett år, och att det är rimligt att för nästa år räkna med ett tillskott av reala nyttigheter till ett värde av 300 miljoner dollars. Antag vidare, att det genomsnittliga behovet av centralbankspengar i hela samhället, sedvanemässigt är 10 procent av inkomstsumman. Därvid skulle det nytillkomna behovet av sådana kassamedel uppgå till ett värde av 30 miljoner dollars. Om nu centralbanken tillämpar hälftendelning av sina tillgångar på utländska och inhemska poster, skulle guld och valutor till ett värde av 15 miljoner dollars behöva inköpas. För det därefter följande året skulle med samma antaganden behövas nya 15 miljoner dollars plus något till för att svara mot den procentuella tillväxten.

Det är inte svårt att med varierade antaganden räkna fram andra re-

sultat, som kan tänkas svara lika bra mot verkligheten. Det är emellertid inte det viktiga i detta sammanhang att få fram en förfinad och institutionellt mera verklighetstrogen analys. Om det rör sig om något större eller mindre köp av guld och valutor, än vad som här siffermässigt återgivits, spelar inte stor roll. Det viktiga är principen och dennas rimlighet för en lugnt växande ekonomi.

Med tillämpning över något längre tidrymder, t.ex. ett decennium, blir det aktningsvärda men alltjämt rimliga mängder av guld och valutor, som centralbanken måste köpa, liksom det kan bli farliga konsekvenser av underlåtenhet att fortlöpande fylla på förrådet av utländska tillgångar. Innebörden av ordet rimlig i detta sammanhang framgår tydligare nedan, när hela världshushållet förts in i bilden.

En ökning av inkomstsumman i ett land som SVERIGE med i svenskt mynt 1.500 miljoner kronor om året skulle fordra ett tillskott av guld etc. av cirka 75 miljoner kronor per år. Detta förefaller inte alltför imponerande som engångsprestation, men för ett decennium blir det 750 miljoner kronor, två decennier 1.500 miljoner kronor, och meningen är ju, att inköpen skall äga rum kontinuerligt i takt med tillväxten i inkomstsumman. Då antar prestationen genast annat format.

Den uppfattningen är ju allmänt vedertagen, att framstegstakten i de industriellt utvecklade länderna på längre sikt motsvarar ett årligt kumulativt tillskott till realinkomsten av 2 à 3 procent.[3]) Skulle den monetära inkomstsumman tillåtas stiga mer än så, åvilar det centralbanken att skaffa däremot svarande, större guld- och valutatillgångar. Då detta kan visa sig svårt, återstår bara att korrigera inkomstsumman. Temporära avvikelser från denna enkla regel är givetvis ofta förekommande. Den reala tillväxten kan tidtals vara snabbare, tidtals långsammare. Centralbankens utländska tillgångar kan få påbyggnad genom lån o.s.v. Men detta är undantag, och långsiktsregeln för sambandet mellan inkomstsummans utveckling och de fortlöpande tillskott av guld och valutor, som centralbanken måste inköpa, torde ha framgått med tillräcklig

[3]) Jfr INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS uppskattningar av tillväxttakten i industriproduktionen och världshandeln. "It is of course impossible to forecast what the rate of growth will be in the years immediately ahead, but it would probably not be overoptimistic to retain the conventional 'normal' annual rate of about 3 per cent for the growth of world trade." *International Reserves and Liquidity*, WASHINGTON 1958, s. 71.

klarhet av räkneexemplet. Även den mycket ungefärliga storleken av de olika siffrorna torde vara belyst.

**Guldet, valutorna och världsinkomsten**

Situationen för hela den del av världshushållet, som bekänner sig till guldparistandarden, skall nu diskuteras. Det gäller således alla de länder, som formellt anslutit sig till INTERNATIONELLA VALUTAFONDEN eller godkänt dess valutaavtal. Siffrorna sträcker sig fram till och med år 1956 eller avser utgången av sagda år. De berör följande poster, nämligen guldbestånd och guldproduktion, internationella valutor och deras tillväxt, nationalinkomst och utrikeshandel.

Världens (exkl. SOVJETUNIONEN) monetära *guldförråd* har utvecklat sig på nedanstående sätt i miljoner dollars:

Källa: *International Financial Statistics.*

| 1937 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 25.300 | 35.200 | 35.350 | 35.600 | 35.950 | 36.550 | 37.200 | 37.700 |

Ökningen under 20-årsperioden, 12.400 miljoner dollars, motsvarar 620 miljoner dollars om året i genomsnitt. Under år 1957 var ökningen t.o.m. 950 miljoner dollars, vilket kontrasterar starkt mot 1951 års ökning av bara 150 miljoner dollars. Förklaringen är, att året 1951 var KOREAinflationens år, medan 1957 var ett år med vikande internationell konjunktur och utan överpris på guld utöver det officiella av 35 dollars per ounce.

Den årliga *guldproduktionen* företer följande värden i miljoner dollars efter ett pris av 35 dollars per ounce:

Källa: *International Financial Statistics.*

| 1937 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1.034 | 846 | 827 | 852 | 849 | 897 | 944 | 980 |

Det i ögonenfallande är, att guldproduktionen gått tillbaka sedan år 1937. Den är emellertid åter på uppgång. Förklaringen är naturligtvis att söka i krigs- och efterkrigstidens störda förhållanden i olika hänseenden. Bland annat visar en jämförelse med det monetära guldets till-

växt en stark avgång av guld till icke monetära ändamål, t.ex. till industrien, för tesaurering etc. Den sammanlagda guldproduktionen under perioden har nämligen utgjort i runt tal 18.900 miljoner dollars, varav 12.400 miljoner dollars tagits i anspråk för sin monetära funktion. Avgången, ca 6.500 miljoner dollars, utgör således en tredjedel. Det kan emellertid antas, att en del av det tesaurerade guldet finner sin väg till de monetära förråden, om inflationstendenserna viker.

Förrådet av *internationella valutor* har vuxit till på följande sätt i miljoner dollars:

Källa: *International Financial Statistics.*

| 1937 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2.450 | 19.500 | 18.800 | 19.250 | 20.850 | 22.150 | 22.250 | 23.100 |

Tillväxten under 20-årsperioden är 20.650 miljoner dollars eller drygt 1.000 miljoner dollars i genomsnitt per år. Dessa internationella valutor består i första hand av de båda nyckelvalutorna U.S.dollars och pund sterling i andra länders ägo, EUROPEISKA BETALNINGSUNIONENS förpliktelser, depositioner i INTERNATIONELLA REGLERINGSBANKEN samt INTERNATIONELLA VALUTAFONDENS, EUROPEISKA BETALNINGSUNIONENS och INTERNATIONELLA REGLERINGSBANKENS innehav av sina medlemmars valutor.

För 1950-talet utgör det årliga tillskottet till de sammanlagda internationella guld- och valutatillgångarna följande belopp i miljoner dollars:

Källa: *International Financial Statistics.*

| 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 |
|---|---|---|---|---|---|
| —550 | 700 | 1.950 | 1.900 | 750 | 1.350 |

Utvecklingen av *nationalinkomsten* för ifrågavarande del av hela världen låter sig endast approximativt beräknas på grund av otillräcklig statistik. Enbart i syfte att ge en föreställning om storleksordningen av de siffror det här rör sig om till jämförelse med värdet av de internationella betalningsmedlen, lämnas emellertid nedanstående uppgifter. Siffrorna, som lyder i respektive lands valutor, är omräknade efter officiell växelkurs eller i vissa fall fri kurs i U.S.dollars. Eftersom uppgifter saknas för en del länder, har summasiffrorna schablonmässigt för-

höjts med tio procent. För år 1937 anges endast en rimlig uppskattning med ledning av siffror för de större länderna. Miljarder dollars.

Källa: *International Financial Statistics.*

| 1937 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 220 | 475 | 550 | 585 | 615 | 620 | 650 | 700 |

Ökningen av ca 480 miljarder dollars över 20-årsperioden ger 24 miljarder dollars i genomsnitt per år, varemot står ett årligt tillskott av guld och valutor om ca 1.600 miljoner dollars. Proportionen 15 till 1 förefaller inte helt orimlig i betraktande av krigs- och inflationstidens starkt ansvällda inkomster. Den betyder ju också, att internationella betalningsmedel fortlöpande tillförts här ifrågavarande del av världshushållet i en takt, som inte kan sägas ha varit ringa. Den har i varje fall inte varit otillräcklig för den faktiska inkomstutvecklingen.

*Världshandeln* kom under 1930-talet att bli svårt lidande av guldmyntfotens sammanbrott och årtiondets autarkisträvanden. Det internationella samarbetet under efterkrigstiden åter har medfört stegring av dess omsättningssiffror på det hela taget i takt med världsinkomsternas utveckling. Värdet av den sammanlagda importen utgjorde i miljarder dollars följande tal:

Källa: *International Financial Statistics.*

| 1937 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 27 | 59 | 81 | 80 | 77 | 80 | 89 | 98 | 106 |

Siffran för år 1937 är onormalt låg. För år 1929, som var ett toppår, nådde den 60 miljarder dollars med nuvarande guldpris för dollarn.

Världsimporten har emellertid vid de tillfällen, som här åberopats, stått i en ganska konstant relation till de beräknade världsinkomsterna. Procenttalen härför var

| 1937 | 1950 | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 12,2 | 12,3 | 14,7 | 13,5 | 12,4 | 12,9 | 13,7 | 14,0 |

För världshandelns vidkommande tycks slutsatsen vara berättigad, att dess expansion uppenbarligen inte i särskild grad hindrats av knapphet

på internationella betalningsmedel, eftersom den tämligen nära kunnat följa den allmänna inkomstutvecklingen.[4])

Om samma reala utvecklingstakt skulle gälla för den här redovisade delen av världen i sin helhet som för enstaka, högt utvecklade industriländer, skulle en två- à treprocentig årlig tillväxt vid en sammanlagd inkomstsumma av en storleksordning om för närvarande 700 miljarder dollars betyda ett årsbehov av nya monetära inkomster av mellan 14 och 21 miljarder dollars. Vid samma antaganden, som gjordes i räkneexemplet för ett enskilt land av SVERIGES typ, nämligen att central-

---

[4]) Den brittiska tidskriften *The Economist* argumenterar emellertid efter en annan linje, när den säger:

"What is important for the free world's solidarity, however, is that when America or Britain decide to pause in their industrial expansion, other countries should, within reason, have at least as big a cushion as before the war to protect themselves from being forced to check their development also, or still worse to go into a recession at what will look to them like America's behest.

This cushion used to be provided by international gold reserves. At the end of the war everybody was saying that even those prewar reserves were too small; conferences were held at Bretton Woods and other places in order to discuss ways of increasing them. The speeches made at those conferences make strange reading in view of the figures today. For in 1937, total world gold reserves of just over $ 25 billion had underpinned total world imports of $ 27 billion, a liquidity ratio of nearly one to one; last year, total world gold reserves of just over $ 38 billion underpinned total world imports of $ 107 billion, a liquidity ratio not much greater than one to three. Moreover, outside the United States the decline in liquidity has been even more serious: from a gold liquidity ratio of more than one to two in 1937 to the desperately precarious gold liquidity ratio of not much more than one to six in 1957 (under $ 16 billion of gold reserves held outside America against some $ 93 billion of non-American imports)." May 3, 1958, s. 377 ff.

Alldeles bortsett från att det åberopade siffermaterialet är ofullständigt och missvisande (år 1929 var världsimporten 60 miljarder dollars och de monetära guldreserverna ca 18 miljarder dollars efter nuvarande guldpris) är tidskriftens uppfattning om guldets roll i världsekonomien alldeles ovanligt tydligt den, att guldet är en reserv för utländska betalningar, som det är tillåtligt att förbruka. Dess uppgift för det inhemska penningsystemet och inkomstutvecklingen är bortkopplad. I sin argumentation för höjt guldpris bortser den från nutidens försök att med hjälp av guldparistandardens system och spelregler komma bort från 30-talsideologien med dess devalverings-, prishöjnings- och inflationsmentalitet, och att i stället med guldet och det fasta guldpriset som bas fostra till monetär disciplin och höja den internationella likviditeten genom förbättrad balans i utlandsbetalningarna och påfyllnad på andra internationella reserver än guldet.

banken hade hälften av sina tillgångar i guld och valutor, och att dess skulder, sedlar plus giro, utgjorde tiondedelen av nationalinkomsten, skulle världens centralbanker behöva anskaffa mellan 700 och 1.050 miljoner dollars i guld och valutor. Om allt nyproducerat guld kunde gå till monetära ändamål, skulle det för närvarande räcka till härför, liksom det skulle ha gjort det för hela 1950-talet, om inte åtskilligt guld under denna tid gått till icke-monetära ändamål.[5]) Till ersättning härför fick i stället internationella valutor tillskapas.

Världsinkomsternas ökning har med sina ca 24 miljarder dollars om året i genomsnitt över sistförflutna 20-årsperiod väsentligt överstigit vad som skulle erfordrats för en två- à treprocentig real tillväxttakt. Detta hänger givetvis samman med krigs- och efterkrigsinflationen, som ställt särskilda krav på det finansiella systemets utbyggnad, men förpliktar inte att för framtiden medge samma överexpansion av inkomstsumman, när tiderna blivit mera normala. I stället är ju målet för varje land att självt kunna skaffa sig sin andel av det nyproducerade guldet i förhållande till storleken av sina behov, d.v.s. sin nationalinkomst, och därmed hålla sin betalningsbalans i jämvikt och säkra sin valutas paritet. Komplettering med internationella valutor är så att säga guldparistandardens hjälpmedel för att bl.a. av sysselsättningsskäl möjliggöra en större inkomstökning än det finansiella systemet skulle medge med enbart monetärt guld. Strävan är dock inte desto mindre i sista hand att bringa inkomstökningen i så nära anslutning som möjligt till de monetära guldförrådens ökning med bibehållande av full sysselsättning, även om detta »idealtillstånd» aldrig skulle helt uppnås.

I nedanstående sammanställning har räkneexemplet, under samma antaganden som tidigare, förts vidare i syfte att visa, hur mycket guld och/eller valutor ett antal viktigare länder skulle behövt anskaffa för att motsvara storleken av sina respektive nationalinkomsters ökning år 1956 vid en treprocentig årlig tillväxttakt.

---

[5]) För ett närmare studium av guldproduktionen samt uppskattning av de monetära guldförrådens sannolika tillväxt hänvisas till ALTMAN, O. L.: *"A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves"*, *IMF Staff Papers*, Vol. VI, No. 2, April 1958, ss. 258—288. Se särskilt en uppskattning för nästa decennium av den sannolika tillväxten av de monetära guldförråden med ca 730 miljoner dollars i genomsnitt per år mot 450 miljoner dollars per år under perioden 1946–1957. Se också TRIFFIN, a. a., ss. 297–298.

Källor: *International Financial Statistics* och *Federal Reserve Bulletin.*

| | Nationalinkomst. Miljoner dollars | Innehav av guld och/eller valutor. Miljoner dollars | Teoretiskt årsbehov. Miljoner dollars | Faktisk förändring under året 1956 |
|---|---|---|---|---|
| *Australien* | 9.300 | 191 | 14,0 | (— 28) |
| *Belgien* | 7.500 | 1.239 | 11,2 | (+ 28) |
| *Canada* | 23.600 | 2.996 | 35,4 | (+ 386) |
| *Danmark* | 3.700 | 102 | 5,5 | (+ 4) |
| *Frankrike* | 40.000 | 1.512 | 60,0 | (— 596) |
| *Förenta staterna* | 344.000 | 22.058 | 516,0 | (+ 305) |
| *Italien* | 18.000 | 1.270 | 27,0 | (+ 131) |
| *Japan* | 20.000 | 1.149 | 30,0 | (+ 124) |
| *Nederländerna* | 6.700 | 1.080 | 10,5 | (— 64) |
| *Norge* | 3.000 | 204 | 4,5 | (+ 24) |
| *Schweiz* | 6.000 | 2.643 | 9,0 | (+ 245) |
| *Storbritannien* | 46.000 | 3.015 | 69,0 | (+ 133) |
| *Sverige* | 8.500 | 483 | 12,7 | (+ 54) |
| *Västtyskland* | 35.000 | 3.343 | 52,5 | (+ 961) |
| | 571.300 | 41.285 | 857,3 | (+ 1.685) |

Den faktiska ökningen av guld- och valutatillgångarna var för dessa länder år 1956 dubbelt så stor, som egentligen varit erforderligt, vilket betyder, att andra delar av världen fått sin position försämrad, eftersom det totala tillskottet av guld och valutor år 1956 endast utgjorde 1.350 miljoner dollars. En utjämning över litet längre sikt är därför nödvändig.

De anförda räkneexemplen torde således ha visat, vartåt guldparistandarden syftar i fråga om världsinkomstens utveckling. En takt i denna i så nära anslutning som möjligt till de monetära guldförrådens tillväxt är ett eftersträvat idealtillstånd. För att ge önskad elasticitet åt systemet i händelse av krisartade störningar kan dock valutor tillskapas i erforderlig utsträckning. På varje enskilt land måste det sedan ankomma att med tillgängliga medel inköpa de guld och valutor, som det behöver för sin egen inkomstutveckling. Den ungefärliga storleksord-

ningen av de årliga inkomsttilläggen, d.v.s. takten i inkomstökningen, kan också anges inom tämligen snäva gränser. Det är faktiskt varken fråga om en genomsnittlig enprocentig eller tioprocentig årlig stegring än mindre en ännu större sådan. Det är kanske heller inte alltid fråga om en treprocentig ökning. Däremot är det säkerligen ett ganska realistiskt påstående, att inkomstutvecklingen i viss mån tvingas att anpassa sig till vad den på guldet uppbyggda finansiella apparaten vill medge. För efterkrigstiden har detta inneburit tal mellan fem och tio procent men troligen närmare det lägre av dessa två. Vid mindre oroliga politiska förhållanden än hittills finns det anledning räkna med en utvecklingstakt i närmare anslutning till de tre procenten. I vilken mån avvikelser därifrån kan tänkas uppkomma, kan i grova drag utläsas av den valutaskapande politik, som kan komma att föras. Därvid förutsätts tillskotten till de monetära guldförråden vara givna av guldproduktionen efter normal avgång till icke-monetära ändamål.

# *Summary*

The abandonment of the classical gold standard and the Great Depression at the beginning of the thirties signified the breakdown of an economic and financial system which had been international in its scope. In its place appeared a number of national economies, each pursuing an uninhibited beggar-my-neighbour policy. The internal monetary systems were reorganised by "managed currencies", the stability of which could be measured relative to the situation at the departure from the gold standard with the help of a price index. Experience from the war and post-war years has revealed the vulnerability of this system from the thirties. In particular, inflation and the decline in the value of money have given rise to disappointment, and have raised the idea that a more direct connection between money and gold might lead to a more stable situation in this respect. The need for expansion of international trade has also made itself felt, after earlier autarchist tendencies. In order to foster the growth of world trade, a system of international payments functioning without undue friction has been sought. A system based on gold has been adopted. The international monetary system that has developed since the war involves on the one hand par values of currencies, and on the other an economic programme for the member countries to maintain a high level of employment. It will be referred to here as the *gold par standard*. It does not work in the same way as the classical gold standard did, but associated with it there is a definite pattern of economic behaviour. The study of the latter is the principal subject of the present work. To reconcile high employment with a stable currency is primarily a question of monetary discipline, and secondarily a question of income distribution between the various parties engaged in production. If gold is able to provide a standard for the internal monetary system, there are good reasons for allowing it to do so. For, the disorganisation of national currencies and the collapse of the international system of

payments were important features of the period of depression and unemployment during the thirties.

The Keynesian theory of employment makes the level of employment dependent on effective demand, which in a period of rising income is supposed to become insufficient for full employment owing to lack of investment opportunities and a psychological law of diminishing propensity to consume. The economic system is accordingly supposed to have an inate tendency towards a stable situation of partial unemployment. This tendency can only be counteracted by additional demand of political origin, i. e. politically created demand. This theory's most serious complaint against the then prevailing economic system was this conclusion that stable equilibrium might involve a degree of unemployment. If suffered from a lack of clarity in one respect, however. It was unable to decide at what level of employment the stable equilibrium would occur. It may be true that stable equilibrium can be attained with a certain degree of unemployment. But it should also be possible for it to develop once full employment has been established without the introduction of further demand. That a situation of stable equilibrium with full employment can actually be attained is accounted for by the circumstance that the thesis of a psychological law of diminishing propensity to consume is no longer valid when the level of employment rises, and in fact the tendency may even be the opposite when economic resources are fully utilised.

Experience since the war has shown that stability has been lost in another field, that of prices, in the attempt to achieve stable full employment. The cause may have been the application of politically generated demand in too large doses. The requirement of full employment has also made it possible for other agents than the state to create excess demand. This applies especially to organisations of employers and employees, etc., who by their decisions regarding the raising of prices or of wages are in a position to expand their nominal incomes and their demand.

In the modern full employment society, the actual size of the total income is subject to the principle of income maximisation. The maximisation of profits in classical theory, which had a bearing only on the behaviour of firms, has been replaced by a general endeavour of all groups in the economy to raise their incomes as a means to improve

their standard of living. This is a powerful force tending to raise the levels of both production and employment. The endeavour to press incomes upwards is also active on an international scale, expressing itself as an endeavour to attain a higher income of foreign currencies by raising the volume of sales or by raising prices. Since there is no obstacle to the expansion of incomes in a full employment socitey, the question arises, whether it may be necessary to restrict this process in order to achieve stability.

Theoretically there are several possibilities to limit the expansion of incomes. The total income may be kept constant for one or more years. Or it may be allowed to rise, either in step with the number of recipients, or by a certain percentage per year, or by a fixed annual amount over a longer period, and so on. The method is arbitrary from the scientific point of view, but in practice the alternatives have been the price of silver or gold or a general fixing of prices computed with the help of an index. Attempts to regulate the value of money, i. e. the purchasing power, have sometimes resulted in a brake on incomes which are dependent on prices, while other incomes, e. g. those associated with public expenditure and wages, have been left free. Politically this is unsatisfactory. Incomes should either be generally free or generally restricted. It might therefore be preferable to try such a limiting factor as a gold price, for instance, to refrain from regulation of incomes for particular social groups, and to accept the level of prices and the money value that result. The incomes of gold producers would in a sense be an exception from this freedom from restrictions. With the gold price as standard it should be possible to achieve a moderation in the rate at which incomes rise which there is good reason to believe could not otherwise be achieved. However, a necessary condition is that the gold price remains constant.

It is the financial apparatus which bears the responsibility of restricting the supply of money in the interest of general stability. The provision of liquid resources and the conditions under which assets may be converted to a more liquid form are not a matter for the organisations concerned with the maximisation of income, but for the institutions concerned with money and credit. Liquidity, the ease with which assets may be converted to cash, has a particularly important bearing on full employment and the associated requirement that manufactured products

can be sold. The institutions managing the currency can manipulate liquidity in order to control the development of income.

The gold price has been fixed for a long time past in some of the leading economic countries. In the UNITED STATES the price has been changed only once, in 1934, since the year 1792 — if two insignificant adjustments are neglected. In the UNITED KINGDOM the price of gold remained unchanged for more than 200 years until the year 1931, but since then has steadily risen. The constant price of gold has become the fixed point needed for the building up of the financial and economic systems. The stability of the price of gold is a factor of much greater significance than, for instance, the classical gold standard — which incidentally operated for only a relatively short period — but it has been treated only fleetingly in the economic literature.

In international trade, where there is no legal means of payment, trade deficits can be finally paid off by means of a certain weight of gold. The weight of gold corresponding to the currency unit of each country is given by the exchange rate, once the gold price is fixed for one country. After the collapse of the classical gold standard in the early thirties, a first step towards the restitution of an international system of payments based on gold was taken whith the TRIPARTITE AGREEMENT of 1936 between the UNITED STATES, the UNITED KINGDOM, and FRANCE on a mutual obligation to buy and sell gold between the central banks of these three countries. This agreement later served as a foundation for the post-war attempts to set up a new international gold standard.

A good deal of discussion has been devoted to the question of whether or not to adopt the 1934 American gold price for this new standard. When the pound sterling was devalued in 1931 there was at first a unilateral rise in the price of gold, but when the dollar and the currencies of the gold block followed sterling some years later, a general rise in the price of gold had occurred — the first in history. Since such a general rise — unlike a unilateral price rise — can take place without a change in rates of exchange, the possibility of a general rise in the price of gold was considered in the proposals for an international organisation of currencies, the KEYNES and WHITE plans, which were put forward towards the end of the Second World War. In order to raise international liquidity, arrangements were made for a general

raising of the price of gold. The matter was decided by the U.S. CONGRESS, however, when they refused to abandon the 1934 dollar price of gold. A rise in this dollar price has often been suggested subsequently, but the only real backing has come frome the gold producers. The dollar needs of other countries than the UNITED STATES can be met in other ways, e. g. by granting credits.

The monetary effects of a general rise in the price of gold would in all probability be considerable in the long run, owing to the structure of the financial system. For, measures designed to sterilise gold have proved to be ineffective previously.

International liquidity is a new economic concept, the significance of which is not entirely distinct. On the one hand it indicates the capacity of gold to pay for imports, on the other the ability of a country to balance deficits in its foreign trade by means of gold and foreign exchange. In the former case improved international liquidity implies a higher exchange value for gold, and a rise in the price of gold could contribute to this. In the latter case liquidity implies primarily a good balance in foreign payments. If this balance needs to be improved, there are other ways than by raising the price of gold.

The fact that the dollar price of gold can be assumed to remain unchanged in the foreseeable future means that a very important factor in monetary and exchange policy is fixed. In this situation, changes in exchange rates are either devaluations or appreciations, as much in relation to the dollar as to gold. On account of its leading position, the dollar is therefore a key currency, in the same way as the pound sterling was during the nineteenth century. But the pound is also to some extent still a key currency, by virtue of its leadership in the STERLING AREA and its importance for world trade.

A serious accusation made against the managed currencies of the thirties was that they utilised changes in exchange rates to obtain advantages in trade competition. In order to hinder the repetition of such tactics, and to stabilise rates of exchange as far as possible, the INTERNATIONAL MONETARY FUND was created. This institution is at the same time part of the general attempt to achieve international economic collaboration. The key position of the dollar appears in the ARTICLES OF AGREEMENT of the INTERNATIONAL MONETARY FUND in the rules regarding the par value of members' currencies relative to

gold or to the dollar at the fixed U.S. gold price. Once the par value has been established, it can only be altered in order to correct "a fundamental disequilibrium". A comprehensive par value system has been built up by the INTERNATIONAL MONETARY FUND, with the dollar and to some extent the pound sterling occupying key positions, but it is by virtue of the bond between the dollar and gold that the other currencies are fairly tightly bound to gold, too.

There are three types of variations in exchange rates which may be described as appreciations, devaluations, and fluctuating rates. But experience has shown that devaluations are so much the most important, that the maintenance of international par values is almost entirely a matter of controlling such changes. Fluctuating rates render a par value system impossible.

The INTERNATIONAL MONETARY FUND regards devaluation as permissible solely in order to remedy a condition of fundamental disequilibrium. This may be taken to mean the removal of the obstacle to the normal course of trade and payments between countries which an unrealistic rate of exchange constitutes. Devaluation, while it may be regarded as necessary in order to restore the balance of foreign payments, is "normally" a technique which impairs the terms of trade and places a burden on the internal economy. The consequences of the 1949 devaluation of currencies indicate that there was a relative deterioration of the terms of trade for the devaluing countries.

Import restrictions as a means to maintain a balance of foreign payments conflict with the rules of the INTERNATIONAL MONETARY FUND. But since devaluation implies a deterioration of terms of trade for individual members, it is difficult to recommend this step, which is to the disadvantage of some members and to the advantage of others by the manner in which it shifts the existing terms of trade. It my tend to hinder instead of help the restoration of the balance of payments. The only course open to the INTERNATIONAL MONETARY FUND in the face of this dilemma has been to recommend restraint in the expansion of incomes.

In order to maintain gold assets, the internal monetary system must be organised in such a way that the evolution of income and the relation between income and absorption preserves equilibrium in the balance of payments. In the first place, gold assets must be consistently coordinated

with central bank money, and secondarily with bank deposits. The ten percent cash ratio from the days of the classical gold standard has little modern meaning, and in many places it has been replaced by rules patterned on the U. S. Federal Reserve System. This entails strict control of the money supply not only of currency, but also of bank deposits, with the purpose of preserving a definite proportion between these and gold assets. Attempts to supplement the ten percent cash ratio by restrictions on the volume of credit in order to exercise control over deposits have encountered difficulties in the principles for the management of the national debt. Effective control of bank deposits cannot be obtained unless certain conditions are fulfilled with regard to the national debt and the way in which it is managed.

For technical reasons associated with central banks it has long been customary to regulate the supply of money by open market operations in government securities. But such operations have also been utilised for purposes connected with government finances or general economic policy, e. g. for financing wars or for combating depressions. The course of events since the thirties has led to the present considerable use of this technical instrument to sell government securities and to regulate the rate of interest. In many countries, e. g. in the United States, the large increase in the national debt, combined with the low interest called for by employment policy, resulted in the national debt being placed on the same footing as bank deposits. This *monetisation* of the national debt created considerable difficulties for the central bank in its monetary management. In fact, so-called reverse open market operations on a large scale occurred in some situations, when the public sold government securities to the central bank. When the Treasury at the same time tried to finance some of its expenditure by selling new securities to the central bank, the latter was placed in a dilemma which could only be resolved by refusing to buy further government securities, and by departing from the policy previously followed with regard to the bank rate. This situation occurred in the United States during the Korean War. The alteration of the open market policy in the U.S. was confirmed by the so-called Treasury — Federal Reserve Accord of March 1951. The next task was to reinstate the free markets in government and other securities and to create appropriate conditions for a real two-way policy in the transactions, so that the national debt could

once more find a place on the market, preferably without the intermediacy of the central bank. Since then, control over the money supply has returned to the hands of the central bank in the UNITED STATES, and is exercised by making use of the so-called borrowing privilege on the part of the member banks, of the discount rate, and of stabilising operations on the open market. Other countries have not followed quite the same course. But events have shown the great significance of the national debt and the way in which it is managed for the supply of money and thereby for income development. The results of monetary and exchange policy are decisively dependent on the management of the national debt. This is a new factor, which the gold par standard has to take into account.

A national debt composed to a large extent of short-term loans has proved to be a severe complication in the field of monetary policy, since these securities can be converted to currency after short intervals. For the TREASURY may be forced to repay loans in the form of TREASURY bills at maturity in cash without the holders of these bills taking any steps of their own as they would have to in the case of long-term obligations. Moreover, TREASURY bills are eligible for discount at the central bank, which enhances their liquidity. During the thirties, when this type of government borrowing began to be utilised on a considerable scale, it had a special rôle as a *secondary reserve* for banks and other financial institutions. To the latter it was natural even in the post-war situation to use TREASURY bills when in need of currency, either by rediscounting them or by waiting for them to mature. In order to retard monetisation of the short-term national debt it has been necessary to create and develop money markets capable of absorbing TREASURY bills, and to encourage their use within this market. Well-defined principles for the treatment of the TREASURY-bill debt and a distinct demarcation between the central bank and the money market have heightened the market's capacity for absorption and reinforced the market, whereby the management of the national debt has been facilitated. In countries that have followed a policy along these lines the effectiveness of the central bank's monetary policy has also been strengthened.

Under the classical gold standard the central bank could divide its assets mainly between gold and foreign exchange on the one hand and

internal private bills on the other. Under the gold par standard the assets are of three kinds — the two already mentioned, and TREASURY bills. It seems unnecessary that long-term obligations should be included to any large extent in the portfolio of the central bank. For a gold par standard to function, what is first required is a uniform discount rate, consistently applied to both TREASURY bills and private bills. With the help of substitution and arbitrage, it is possible to arrange that the interest rates on short-term and long-term loans move in step, effectively and smoothly. In addition, an at least approximate rule is required on the division of assets between internal and foreign assets. A fifty-fifty proportion seems to be not unreasonable here. Since under a gold par standard gold ought not to be regarded as a reserve for foreign payments but as international cash, it is important that liquidity crises due to one-sided distribution of gold should be avoided. This means in the first place that a country with a deficit in its balance of payments should take steps to improve the relationship between income and absorption. But in a system which is not automatic and built on international cooperation, it is also reasonable to expect corrective measures in surplus countries. This raises the question of whether a disagio applied to gold might not further a more even international distribution of gold. The unevenness of this distribution is a serious disturbance for any international monetary system. Under the classical gold standard it gave rise to export of deflation and severe consequences for the level of employment, and under the gold par standard it has led to the import of inflation and unfortunate consequences for the value of money.

The gold par standard is simultaneously a currency system with fixed parities and an economic programme for a high level of employment. The latter ought not to be secured at the cost of any level of prices and wages whatever, but only when the evolution of income leads to a stable currency. Fluctuations in the level of employment can then be conditioned by price or wage policies, and must be overcome by adjusting prices and wages.

For reasons associated with the level of employment, an expanding economy requires a rising national income, which in its turn requires assets of gold and foreign exchange. It is the particular task of the central bank to collect these assets. On the world scale gold is supplied

by the annual production of the metal. Foreign exchange i. e. the key currencies the dollar and the pound sterling and the liabilities of certain international organisations is supplied by international banking. In order that a gold par standard may function, it is essential that the rate of increase of national income is brought into step with the rate of accumulation of gold and foreign exchange, the proportion of the latter being restricted as far as possible. This ensures that the increase of the national income is adapted as closely as possible with respect to gold and the fixed price of gold. In this way a financial system can supply a regulator which hinders or at least retards an inflationary development. The other force acting is the income maximisation which prevents a general fall in prices and employment.

## Exkurs rörande kvotregler

(till sid. 181, not 11)

Kvotregler inom banksystemet begränsar på visst sätt bankernas, resp. centralbankens, handlingsfrihet. Avsikten härmed är för centralbankernas del att tvinga denna till att handla på ett visst sätt, som antas svara mot för penningpolitiken uppställda mål. I viss utsträckning kan också existensen av en dylik i förväg uppställd regel göra det lättare för centralbanken att, med hänvisning till det tvång som genom regeln utövas, genomdriva en viss penningpolitik.

Kvotregler, som innebär kravet på att relationen mellan två storheter på tillgångs- och/eller skuldsidan skall ha ett visst minsta eller högsta värde, kan i allmänhet uppställas på ett stort antal olika sätt, vart och ett innebärande ett specifikt slag av handlingsbegränsning.

Antag såsom ett exempel att man har en centralbanksbalans med tillgångarna uppdelade i två kategorier (A och B) samt med skulderna uppdelade i två kategorier (C och D). Man kan då uppställa fyra typer av kvotregler, som ställer (maximi- eller minimi-)krav på en tillgångs relation till en skuld, nämligen A/C; B/D; A/D samt B/C. Man kan vidare ha en kvotregel avseende endast tillgångssidan, nämligen A/B, samt en kvotregel, C/D, avseende endast skuldsidan. Vardera regeln kan vara en maximi- eller minimiregel. Allt som allt kan således 12 av varandra oberoende typer av kvotregler uppställas redan när man har 2 poster på vardera balanssidan. Alla dessa kvotregler är oberoende av varandra, d.v.s. de uppställer olika handlingsbegränsande villkor. Det beror på vad man vill uppnå med en kvotregel och på tillgångarnas och skuldernas karaktär, om regeln lämpligen skall sammankoppla tillgångar inbördes, skulder inbördes eller (som de olika "täcknings"-bestämmelserna) tillgångar och skulder.

Låt oss emellertid se på det ännu enklare fallet, där tillgångarna fortfarande grupperas i två kategorier: A (utländska tillgångar: guld och valutor) och B (inhemska tillgångar), men där skulderna i all huvudsak kan sammanföras till en enda kategori C (centralbankspengar: sedlar och centralbanksgiro). Då får man en ren identitet mellan kvotreglerna

$$A/C \text{ (min)} \equiv A/B \text{ (min)} \equiv B/C \text{ (max)}$$

[liksom också mellan $A/C$ (max) $\equiv$ $A/B$ (max) $\equiv$ $B/C$ (min)].

Vad som på s. 181 ff betecknats såsom "hälftenregeln" har i texten hela tiden givits formuleringen A/B (min), d.v.s. den har uttryckts såsom en kvotregel på *tillgångs*sidan, innebärande ett krav på att en viss andel av totaltillgångarna skall vara utlandstillgångar (guld och valutor). Regeln kunde dock lika gärna ha givits den synonyma formuleringen A/C (min), d.v.s. ha formulerats såsom ett villkor att centralbankspengarna till minst hälften måste ha täckning i utlandstillgångar. På

grund av den sistnämnda formuleringens likhet med välkända kvotregler innebärande att sedlarna (en del av centralbankspengarna) skall ha en viss minsta täckning med guld (en del av utlandstillgångarna), skulle många kanske ha en känsla av att sistnämnda formulering av den avsedda kvotregeln vore mera naturlig. — Slutligen kan man givetvis, om man så finner mera åskådligt, formulera "hälftenregeln" enligt alternativet B/C (max), d.v.s. så, att centralbankspengarna högst till en viss bråkdel får täckas av inhemska tillgångar.

# *Citerad litteratur*


Alexander, S. S. *"Effects of a Devaluation on a Trade Balance"*, *IMF Staff Papers*, Vol. II, No. 2, April 1952.

Altman, O. L. *"A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves"*, *IMF Staff Papers*, Vol. VI, No. 2, April 1958.

Balogh, Th. *The Dollar Crisis*, Oxford 1949.

Baudin, L. *"Irrationality in Economics"*, *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1954.

Beveridge, W. H. *Full Employment in a Free Society*, London 1945.

Boulding, K. E. *Economic Analyses*, London 1955.

Cassel, G. *The Downfall of the Gold Standard*, Oxford 1936.

Chang, T. C. *"Effect of Exchange Depreciation on a Country's Export Price Level"*, *IMF Staff Papers*, Vol. I, No. 1, Febr. 1950.

Conan, A. R. *The Sterling Area*, London 1952.

Corden, W. M. *"Import Restrictions as an Instrument of Balance-of-Payments Policy"*, *The Economic Journal*, September 1958.

Fellner, W. J. *Monetary Policies and Full Employment*, Berkeley och Los Angeles 1947.

Fisher, I. *Stabilizing the Dollar*, New York 1920.

Fousek, P. G. *Foreign Central Banking: The Instruments of Monetary Policy*, New York 1957.

Franks, O. *"Lloyds Bank Limited"*, *The Economist*, Jan. 25, 1958.

Haberler, G. *"Currency Depreciation and the International Monetary Fund"*, Harris, S. E.: *Foreign Economic Policy for the United States*, Cambridge, Massachusetts 1948.

Hansen, A. H. *"Fundamental Disequilibrium"*, Harris, S. E.: *Foreign Economic Policy for the United States*, Cambridge, Massachusetts 1948.

*Monetary Theory and Fiscal Policy*, New York 1949.

Harrod, R. F. *"Imbalance of International Payments"*, *IMF Staff Papers*, Vol. III, No. 1, April 1953.

*Policy against Inflation*, London 1958.

Hart, A. G. *Money, Debt, and Economic Activity*, New York 1948.

Hemming, M. F. W. *"Import Restrictions as an Instrument of Balance-of-Payments Policy"*, *The Economic Journal*, September 1958.

Hawtrey, R. G. *Bretton Woods*, London 1946.

Hicks, J. R. *A Contribution to the Theory of the Trade Cycle*, Oxford 1950.

Holtrop, M. W. *"Recent Developments in Monetary Analysis"*, *IMF Staff Papers*, Vol. V, No. 3, Febr. 1957.

Jacobsson, Per. *"The International Monetary Situation"*, *International Financial New Survey*, January 10, 1958.

KEILHAU, W. *Den nye internasjonale pengeordning*, Oslo 1946.
KEMMERER, E. W. *Gold and the Gold Standard*, New York 1944.
KENT, R. P. *Money and Banking*, New York 1951.
KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London 1936.
*A Tract on Monetary Reform*, London 1923.
KINDLEBERGER, CH. P. *The Terms of Trade*, New York 1956.
DE KOCK, M. H. *Central Banking*, 2 edit., London 1949 och 3 edit. London 1954.
KÜNG, E. *"Neomerkantilismus in der Zahlungsbilanzpolitik"* i *Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Festschrift für Alfred Amonn*, Bern 1953.
LINDAHL, E. *Penningpolitikens mål*, Malmö 1929.
LUNDBERG, E. *"Räntans 'naturliga' höjd och knappheten på kapital"*, *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift* nr 4: 1957.
LUTZ, F. *"Neue Goldwährung"*, *Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 46*, Kiel 1937.
*"Die Frage des Goldpreises"*, *Neue Zürcher Zeitung, 3 Mai 1953.*
*"Das Problem der internationalen Währungsordning"*, *Ordo*, Düsseldorf och München, 1958.
MACHLUP, F. *"Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation"*, *The American Economic Review*, June 1955.
MC C. MARTIN, JR. W. *"The Transition to Free Markets"*, *Federal Reserve Bulletin*, April 1953.
MEADE, J. E. *The Balance of Payments*, London 1954.
MIKESELL, R. F. *United States Economic Policy and International Relations*, New York 1952.
PALANDER, T. *Värdebeständighet, Ett problem vid sparande, livförsäkringar och pensioner*, Stockholm 1957.
PALGRAVE, R. H. J. *Dictionary of Political Economy*, London 1917.
POLAK, J. J. *"Effect of Exchange Depreciation on a Country's Export Price Level"*, *IMF Staff Papers*, Vol. I, No. 1, Febr. 1950.
RIEFLER, W. W. *"Open Market Operations in Long-Term Securities"*, *Federal Reserve Bulletin*, Nov. 1958.
ROBERTSON, D. H. *"The Business Cycle in the Post-War World"*, LUNDBERG, E.: *The Business Cycle in the Post-War World*, London 1955.
ROBINSON, E. A. G. *"Industrial Fluctuations in the United Kingdom*, 1946—52", LUNDBERG E.: *The Business Cycle in the Post-War World*, London 1955.
ROBINSON, Joan. *Essays in the Theory of Employment*, London 1937.
ROOSA, R. V. *Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Markets*, New York 1956.
RÖPKE, W. *"Der Preis der Prosperität"*, *Neue Zürcher Zeitung*, 17 u. 18 März 1956.
*"Das Dilemma der importierten Inflation"*, *Neue Zürcher Zeitung*, 29 Juli 1956.
SIEBER, H. *"Die Bedeutung der Notenbankbilanzgewinne und -Verluste bei Änderungen des Wechselkurses"*, i *Festschrift für Alfred Amonn*, Bern 1953.
SVENNILSON, I. *Ekonomisk Planering*, Uppsala 1938.
"Finanspolitik och budgetprognoser", Ekonomisk Tidskrift, N:r 1, April 1958.

THUNHOLM, L.-E. *Svenskt Kreditväsen*, Stockholm 1956.
TRIFFIN, R. *Europe and the Money Muddle*, New Haven 1957.
*"The Future of the European Payments System", Wicksell Lectures* 1958, Stockholm 1958.
*"National Central Banking and the International Economy"*, i *International Monetary Policies, Post-War Economic Studies*, No. 7, September 1947 utg. av *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Washington 1947.
WILLIAMS, J. B. *International Trade under Flexible Exchange Rates*, Amsterdam 1954.
WILLIAMS, JOHN, H. *Post-War Monetary Plans*, Oxford 1949.

---

*"The Adequacy of Monetary Reserves", IMF Staff Papers*, Vol. III, No. 2, Oct. *1953.*
*Balance of Payments Yearbook*, Washington 1949.
*Bank for International Settlements, Annual Report*, Basel.
*Banque Nationale de Belgique, Rapport 1957*, Bruxelles 1958.
*Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank* vom 23. Dezember 1953.
*The Economist:* Oct. 7, 1950; Sept. 15, 1951; Nov. 10, 1951; March 15, 1952; Aug. 29, 1953; Sept. 19, 1953; May 25, 1957; Nov. 16, 1957; Jan. 25, 1958; Febr. 8, 1958; March 22, 1958; May 3, 1958; Jan. 3, 1959.
*The Federal Reserve Act, as amended*, Washington 1956.
*The Federal Reserve Bulletin:* Jan. 1949; Febr. 1953; April 1953; Febr. 1955; March 1957; March 1958; June 1958; Nov. 1958; Jan. 1959; Febr. 1959.
*The Federal Reserve System, Purposes and Functions*, Washington 1954.
*Fortune*, Sept. 1955.
*Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank*, 1936, 1940, 1942—49, 1955.
*Gesetz über die Deutsche Bundesbank*, vom 27. Juli 1957.
*International Financial Statistics.*
*International Financial News Survey*, Nov. 19, 1956; Jan. 9, 1959.
*International Monetary Fund, Annual Report*, 1946, 1951.
*International Reserves and Liquidity*, Washington 1958.
*Kungl. Maj:ts Kungörelse*, 13.9 1872, S.F.S. Nr. 57.
*Kungl. Maj:ts Proposition* nr 52/1950, nr 89/1950, nr 257/1950.
*Monatsbericht der Deutschen Bundesbank.*
*Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank.*
*Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Joint Committee on the Economic Report*, Washington 1952.
*O.E.E.C. 6th report.* Paris 1955.
*Om Riksbankens sedelutgivningsrätt*, S.O.U. 1955: 43.
*Proposals for an International Clearing Union*, London 1943.

*Readings in the Theory of International Trade*, Philadelphia 1949.
*Riksdagens Bankoutskott*, utl. nr 6/1948.
*Statistisches Jahrbuch der Schweiz* 1948.
*Trends in International Trade, A Report by a Panel of Experts*, Gatt, Geneva, 1958.
*United States Proposal for a United and Associated Nations Stabilization Fund.*
*World Economic Survey 1957*, New York 1958.

Pris Kr. 18